

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARIA LETÍCIA SANTOS SCHOLZ

CAPACIDADES DINÂMICAS EMBRIONÁRIAS E SUA CONTRIBUIÇÃO NA
REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS EM STARTUPS: UM ESTUDO MULTICASOS

CURITIBA

2021

MARIA LETÍCIA SANTOS SCHOLZ

CAPACIDADES DINÂMICAS EMBRIONÁRIAS E SUA CONTRIBUIÇÃO NA
REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS EM STARTUPS: UM ESTUDO MULTICASOS

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Administração do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Márcia Ramos May

CURITIBA

2021

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Scholz, Maria Letícia Santos

Capacidades dinâmicas embrionárias e sua contribuição na realização de investimentos em startups: um estudo multicasos / Maria Letícia Santos Scholz.- 2021.

177 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientadora: Márcia Ramos May.

Defesa: Curitiba, 2021.

1. Administração. 2. Startups. 3. Investimentos. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Administração. II. May, Márcia Ramos. III. Título.

CDD 658

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em ADMINISTRAÇÃO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da dissertação de Mestrado de **MARIA LETÍCIA SANTOS SCHOLZ** intitulada: **CAPACIDADES DINÂMICAS EMBRIONÁRIAS E SUA CONTRIBUIÇÃO NA REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS EM STARTUPS: UM ESTUDO MULTICASOS**, sob orientação da Profa. Dra. MÁRCIA RAMOS MAY, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 12 de Março de 2021.

Assinatura Eletrônica

12/03/2021 18:29:45.0

MÁRCIA RAMOS MAY

Presidente da Banca Examinadora (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

17/03/2021 14:09:50.0

HEITOR TAKASHI KATO

Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

13/03/2021 09:54:37.0

ANDREA TORRES BARROS BATINGA DE MENDONCA

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ / PROFNIT)

*Aos meus pais e avô Eloy, presentes fisicamente
ou no coração.*

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento
Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

AGRADECIMENTOS

Tenho o privilégio de ter tão perto de mim pais mestres, incentivadores, que me orientam todos os dias com sabedoria. Tanto conhecimento compartilhado desde a minha infância. Tudo que era preciso para concentrar-me nos estudos estava disponível. Chego hoje no fim de uma fase que nada mais é, do que o reflexo de todo este investimento e crença na minha capacidade, dedicação e determinação.

Me entristece que não tenha compartilhado em vida as conquistas acadêmicas com meu avô Eloy. Todos os momentos que lhe trago à tona, uma saudade apertada profundamente. Desde muito pequena, se interessava pelos meus afazeres, me perguntava o que eu gostaria de estudar e seguir profissionalmente. Tive a alegria de poder contar pessoalmente a decisão de escolha pelo curso de administração. Compartilho no meu coração todas as demais conquistas que vieram depois disso.

À minha irmã Ana Lina, que, em sua simplicidade, me mostra todos os dias que é preciso desapegar-se de bens materiais e viver por uma vida com mais felicidade. Que o pouco, o simples, o café da manhã, o sentar no chão e prosear são momentos únicos para compartilhar em família.

Ao meu namorado Flávio, que desde a idealização do mestrado me mostrou como seria o caminho a percorrer. Pelo companheirismo diário, pelo entendimento apenas com um gesto ou olhar, pelo carinho e compreensão.

Aos meus professores da graduação da Universidade Estadual de Londrina e membros da empresa júnior Business Consultoria. Ser uma apaixonada hoje pela academia e pela profissão ocorreu exclusivamente por conta de vocês.

Aos entrevistados, sócios e gestores, que disponibilizaram seu tempo em prol de um avanço acadêmico e mostraram como ocorre um processo tão valioso em seus contextos.

Aos companheiros do mestrado e doutorado, Daniel, Giovanna, Julia, Noah, Mateus, Emanuel, Jeferson, Joyce, Lais e tantos outros. De colegas a amigos, com quem construímos juntos uma história, dividimos estudos, momentos de descontração e encontros extra-classe.

Aos amigos e familiares que compartilham minha história, apoiam a evolução constante e a necessidade de tomar decisões diariamente para seguir nossos sonhos. Stella, Debora, Mariana, Izadora, Priscila, João Fernando, Ingrid e Matheus.

*“Todo mundo quer viver em cima da montanha, sem
saber que a verdadeira felicidade está na forma de
subir a escarpada.” (Gabriel García Marquez)*

RESUMO

Neste estudo, o objetivo principal é compreender como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em startups. Startup é uma organização que opera em ecossistemas incertos e voláteis, cujo ambiente de negócios é impactado por mudanças constantes que exigem adaptações e desenvolvimento de capacidades. Encontrar uma fonte de recursos para engrenar seu negócio e convencer investidores são algumas das principais dificuldades encontradas pelas startups. As capacidades dinâmicas auxiliam a startup a se diferenciar e a obter vantagem competitiva sustentável, permitindo identificar e analisar o ambiente que estão inseridas, estruturar seus processos, atender às demandas do mercado e permitem que a startup desenvolva, adapte e renove seu modelo de negócios. É denominado capacidades dinâmicas embrionárias o conjunto de capacidades dinâmicas cognitivas, gerenciais e organizacionais. Foi adotada a estratégia de estudo de casos múltiplos em que foram selecionados seis investidores de venture capital e investidores-anjo brasileiros. Realizaram-se entrevistas semiestruturadas e foram coletados documentos secundários fornecidos pelos investidores. Identificou-se a presença das capacidades e como se configuram no processo de avaliação dos investidores. As capacidades cognitivas, ao contrário do exposto pela literatura, foram facilmente observadas pelos investidores, com destaque para a capacidade de mentalidade global. Dentre as capacidades gerenciais, a capacidade analítica se sobressaiu em relação as demais, corroborando com os achados da literatura que apresentavam a importância das habilidades em gestão e histórico dos empreendedores. Sobre as capacidades organizacionais, os contextos encontrados confirmaram o exposto na literatura, de que estas capacidades não são facilmente obtidas no mercado, pois apresentam características específicas da empresa. Desse grupo, destacou-se a capacidade de flexibilidade. Relacionados a esses três grupos apresentaram-se também elementos considerados como não contributivos ao processo de seleção e investimento. Para compreender essa dinâmica de avaliação das unidades de análise, foram ordenadas e descritas as etapas do processo avaliativo de cada caso. Com base nesses resultados, o estudo auxilia startups a se estruturar e se preparar previamente ao processo de avaliação de investimento e facilitar o acesso aos recursos financeiros, além do propósito de avançar nos estudos de capacidades dinâmicas em organizações em estágios iniciais.

Palavras-chave: Capacidades dinâmicas em startups. Investimentos em startups. Capacidades dinâmicas embrionárias. Análise de capacidades em investimentos.

ABSTRACT

In this research, the main objective is to understand how the embryonic dynamic capabilities are considered by the investor in the investment evaluation process and their contribution to it in startups. Startup is an organization that operates in an uncertain and volatile ecosystem, whose business environment is impacted by constant changes that require adaptations and capabilities development. Finding a source of funds to run the business and convince investors are of the main difficulties faced by startups. Dynamic capabilities help the startup to differentiate itself and obtain sustainable competitive advantage, allowing the organization to identify and analyze the environment in which they operate, structure its processes, meet market demands and allow the startup to develop, adapt and renew its business model. Embryonic dynamic capabilities are the set of cognitive, managerial and organisational dynamic capacities. A multiple case study strategy was adopted, in which six brazilian venture capital and angel investors were selected. Semi-structured interviews were conducted and secondary documents provided by the investors were collected. The presence of capabilities and how they are configured in the investor evaluation process were identified. Cognitive capabilities, instead of what was exposed in the literature, were easily noticed by investors, with emphasis on the global mindset capability. Among the managerial capabilities, the analytical capability stood out in relation to the others, corroborating with the findings in the literature that presented the relevance of the management skills and entrepreneurs previous experience. Regarding organisational capabilities, the findings support what the literature shows, that these capabilities are not easily obtained in the market, as they present specific organization characteristics. Of this group, the flexibility capability stood out. Related to these three groups, elements that are considered non-contributive to the selection and investment process are also presented. To understand the evaluation dynamic of the investors, the evaluation process stages of each case were ordered and described. Based on these results, this research helps startups to structure and prepare themselves before the investment evaluation process and facilitate their access to financial resources, in addition to the purpose of advancing dynamic capabilities studies in organizations in early stages.

Key-words: Dynamic capabilities in startups. Investments in startups. Embryonic dynamic capabilities. Capabilities analysis in investments.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – PROJEÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO E SEMENTE AO LONGO DO QUARTO TRIMESTRE DE 2019, GLOBALMENTE.....	29
FIGURA 2 – ESTRATÉGIA PARA DETERMINAR O ESTADO DA ARTE DAS CAPACIDADES DINÂMICAS E STARTUPS.....	32
FIGURA 3 – ESTRUTURA EVOLUTIVA HOLÍSTICA.....	38
FIGURA 4 – CAPACIDADES DINÂMICAS EM ORGANIZAÇÕES NA FASE INICIAL.....	41
FIGURA 5 – MODELO CONCEITUAL DA PESQUISA.....	67
FIGURA 6 – RESULTADOS ATLAS TI. 7.....	114

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – FONTE INICIAL DE INVESTIMENTO.....	27
--	----

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – ARTIGOS SELECIONADOS NA REVISÃO SISTEMÁTICA.....	34
QUADRO 2 – RIGOR METODOLÓGICO.....	57
QUADRO 3 – COMPONENTES, DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS E CÓDIGOS.....	59
QUADRO 4 – SUMÁRIO METODOLÓGICO.....	63
QUADRO 5 – MATRIZ DE AMARRAÇÃO.....	65
QUADRO 6 – IDENTIFICAÇÃO DOS SUJEITOS E EVIDÊNCIAS COLETADAS....	68
QUADRO 7 – SUMÁRIO DAS ETAPAS DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO.....	111
QUADRO 8 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES COGNITIVAS...116	
QUADRO 9 – RECURSOS TANGÍVEIS E INTANGÍVEIS CITADOS.....	118
QUADRO 10 – RISCOS MAPEADOS PELOS INVESTIDORES.....	119
QUADRO 11 – CONTEXTO DE PORTFOLIO ANALISADO.....	123
QUADRO 12 – CONTEXTO DE MERCADO ANALISADO.....	124
QUADRO 13 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES GERENCIAIS.126	
QUADRO 14 – SUMÁRIO HABILIDADES EM GESTÃO.....	128
QUADRO 15 – SUMÁRIO ESTRUTURA DE GOVERNANÇA.....	129
QUADRO 16 – RELAÇÕES FORMAIS E INFORMAIS.....	130
QUADRO 17 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES ORGANIZACIONAIS.....	133

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

CD	CAPACIDADES DINÂMICAS
CRM	<i>CUSTOMER RELATIONSHIP MANAGEMENT</i>
B2B	<i>BUSINESS TO BUSINESS</i>
B2C	<i>BUSINESS TO CONSUMER</i>
CAPEX	<i>CAPITAL EXPENDITURE</i>
IDC	INTERNET DAS COISAS
INPI	INSTITUTO NACIONAL DA PROPRIEDADE INTELECTUAL
LGPD	LEI GERAL DE PROTEÇÃO DE DADOS
P&D	PESQUISA E DESENVOLVIMENTO
PME	PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS
SaaS	<i>SOFTWARE AS A SERVICE</i>
SAFE	<i>STANDARD AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY</i>
TAM	<i>TOTAL ADDRESSABLE MARKET</i>
VBR	VISÃO BASEADA EM RECURSOS
VC	<i>VENTURE CAPITAL</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 JUSTIFICATIVA	20
1.1.1 Objetivos	22
1.1.1.1 Objetivo Geral.....	22
1.1.1.2 Objetivos Específicos	22
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1 <i>STARTUPS</i>	24
2.1.1 Conceito de <i>Startups</i>	24
2.1.2 Tipos de Investimento	26
2.2 CAPACIDADES DINÂMICAS.....	30
2.2.1 Origem e Importância das Capacidades Dinâmicas.....	31
2.2.2 Capacidades Dinâmicas em <i>startups</i>	32
2.2.3 Capacidades Dinâmicas Embrionárias.....	40
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	49
3.1 QUESTÕES DE PESQUISA	49
3.2 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	50
3.3 TIPOLOGIA DE PESQUISA QUANTO AOS OBJETIVOS	51
3.4 TIPOLOGIA DE PESQUISA QUANTO AOS PROCEDIMENTOS	52
3.4.1 Critérios para Seleção dos Casos	53
3.4.2 Fontes de Evidências	54
3.5 ANÁLISE DOS DADOS.....	56
3.6 RIGOR NOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	57
3.7 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS	58
3.8 SUMÁRIO METODOLÓGICO	63
3.9 MATRIZ DE AMARRAÇÃO	64
3.10 REPRESENTAÇÃO DO DESENHO DE PESQUISA	67
4 DESCRIÇÃO DOS CASOS	68
4.1 CASO A.....	69
4.1.1 Fases do Processo de Investimento	69
4.1.2 Capacidades Cognitivas.....	70
4.1.3 Capacidades Gerenciais	72
4.1.4 Capacidades Organizacionais.....	74

4.2 CASO B.....	76
4.2.1 Capacidades Cognitivas.....	76
4.2.2 Capacidades Gerenciais	78
4.2.3 Capacidades Organizacionais.....	79
4.3 CASO C.....	81
4.3.1 Fases do Processo de Avaliação	81
4.3.2 Capacidades Cognitivas.....	82
4.3.3 Capacidades Gerenciais	84
4.3.4 Capacidades Organizacionais.....	86
4.4 CASO D.....	88
4.4.1 Fases do Processo de Avaliação	88
4.4.2 Capacidades Cognitivas.....	89
4.4.3 Capacidades Gerenciais	90
4.4.4 Capacidades Organizacionais.....	91
4.5 CASO E.....	92
4.5.1 Fases do Processo de Avaliação	92
4.5.2 Capacidades Cognitivas.....	94
4.5.3 Capacidades Gerenciais	97
4.5.4 Capacidades Organizacionais.....	99
4.6 CASO F	100
4.6.1 Fases do Processo de Avaliação	100
4.6.2 Capacidades Cognitivas.....	101
4.6.3 Capacidades Gerenciais	103
4.6.4 Capacidades Organizacionais.....	105
5 ANÁLISE DOS DADOS	107
5.1 PROCESSO DE AVALIAÇÃO DAS STARTUPS	107
5.2 CAPACIDADES DINÂMICAS EMBRIONÁRIAS	113
5.2.1 Capacidades Cognitivas.....	115
5.2.1.1 Orientação Empreendedora	117
5.2.1.2 Consciência Cultural.....	120
5.2.1.3 Mentalidade Global.....	122
5.2.2 Capacidades Gerenciais	125
5.2.2.1 Capacidade Analítica.....	127
5.2.2.2 Capacidade de Interface.....	129

5.2.3 Capacidades Organizacionais.....	132
5.2.3.1 Capacidade de Flexibilidade.....	134
5.2.3.2 Capacidade Absortiva.....	137
5.3 ELEMENTOS NÃO-CONTRIBUTIVOS	139
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	141
6.1 LIMITAÇÕES.....	143
6.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	144
REFERÊNCIAS.....	146
APÊNDICE A – APRESENTAÇÃO E TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE ESCLARECIDO.....	156
APÊNDICE B – ROTEIRO DE ENTREVISTA PARA O INVESTIDOR.....	158
APÊNDICE C – CRONOGRAMA.....	160
APÊNDICE D – PROTOCOLO DE ESTUDO DE CASO	161
APÊNDICE E – LEGENDAS RESULTADOS ATLAS TI. 7.....	163
APÊNDICE F – APRESENTAÇÃO DE RESULTADOS SOFTWARE ATLAS TI.7.....	164
ANEXO 1 – ROTEIRO DE REUNIÃO INICIAL CASO A.....	170
ANEXO 2 – AGRUPAMENTO DE CATEGORIAS PARA PONTUAÇÃO CASO A.....	171
ANEXO 3 – FICHA DE DOCUMENTOS CASO E.....	172
ANEXO 4 – FORMULÁRIO DE CONTATO CASO A.....	173
ANEXO 5 – MODELO DE PITCH CASO D	174
ANEXO 6 – FORMULÁRIO DE CONTATO CASO E.....	176

1 INTRODUÇÃO

O Brasil ocupa a 124^a posição no relatório *Doing Business*, que compila as facilidades e dificuldades de 190 países em fazer negócios e abrir uma empresa (WORLD BANK, 2020). Mesmo com esta posição desfavorecida, segundo Jankavski (2020), o país atrai continuamente empreendedores e terceiros para investir em empresas brasileiras inovadoras.

Uma *startup* é uma organização inovadora e jovem, concebida para buscar, testar e criar um modelo de negócios repetível, escalável e lucrativo (OLIVA et al., 2018). Este tipo de organização normalmente busca um crescimento rápido e opera em um ecossistema altamente incerto. Devido ao seu ambiente e volatilidade, possui recursos limitados, e, por isso pode ser vulnerável a diversos riscos. Não raramente, sua luta por recursos pode levar ao fechamento precoce da empresa (FENG et al., 2019; GIARDINO et al., 2014; OLIVA et al., 2018).

Ter uma fonte de fundos, ou *funding* em inglês, é crucial para uma *startup* e é realmente difícil convencer terceiros a nelas investir (GARG e SHIVAM, 2017). Dentre as dificuldades encontradas pelos empreendedores, encontrar uma fonte de recursos é uma das principais preocupações, além de alcançar engajamento dos consumidores, realizar o marketing e aquisição de consumidores e precificar e faturar seus serviços e produtos (ABSTARTUPS e ACCENTURE, 2017).

Ao buscar um investimento, a *startup* se depara com barreiras em razão de sua vulnerabilidade, refletida em seus elevados custos de transação, falta de capacidade produtiva e o efeito da curva de aprendizado (CHO et al., 1998). Isto pode ocorrer também devido as suas limitadas redes de relacionamentos e por terem acesso restrito às informações de seus atuais e potenciais clientes e fornecedores (LIN et al., 2010).

Quando uma empresa está na fase de *startup*, envia todos os esforços para maximizar sua capacidade produtiva e aumentar a produção inovadora (CHANG, 2014). Entretanto, atingir as metas pode ser uma tarefa difícil, especialmente considerando o nível de incerteza e de transformações em que a organização está inserida (OLIVA et al., 2018; TEECE et al., 1997), a volatilidade e a ambiguidade do ambiente de negócios (OLIVA e KOTABE, 2019).

Grewal e Tansuhaj (2001) sugerem que, para contornar o ambiente volátil, as empresas precisam desenvolver capacidades diferenciadas para interpretar

corretamente as mudanças, e para desenvolver estratégias de resposta à instabilidade.

Alterações tornam-se necessárias em todos os níveis organizacionais e em fatores como capacidades, estrutura, estratégia, empregados e liderança (OLIVA et al., 2018). As capacidades permitem às organizações adquirir, desenvolver e implementar recursos, para convertê-los em produtos de valor agregado, além de transformar recursos em uma base para obter vantagem competitiva sustentável (KENNY e FAHY, 2011).

Apresentam-se, então, as capacidades dinâmicas (CD), essenciais para permitir às organizações desenvolver, adaptar e renovar seus modelos de negócios, a fim de criar valor de forma sustentada (TEECE et al., 2016). As CDs podem ser valiosas, raras, inimitáveis e insubstituíveis. São ativos intangíveis desenvolvidos para empregar recursos específicos e idiossincráticos; tornam as organizações distintas entre si, além de que sustentam a vantagem competitiva em ambientes instáveis e de rápidas mudanças (CAVUSGIL et al., 2007; TEECE et al., 2016).

As CDs, para Agarwal e Selen (2009), quando operam em um ambiente colaborativo, podem conduzir a uma gama distinta de produtos e serviços, processos organizacionais e ao avanço em desempenho e produtividade. As CDs são fundamentais na diferenciação entre o crescimento e a sobrevivência das organizações (PRANGE e VERDIER, 2011). Explicações sobre como as CDs nascem, desenvolvem-se e afetam a produtividade ainda carecem de investigação (FERASSO et al., 2017).

Para entender melhor a atuação das CDs em *startups*, optou-se pela perspectiva teórica de Eriksson *et al.* (2014), cujo esquema abrange três grupos de CDs: i) capacidades cognitivas; ii) capacidades gerenciais; e iii) capacidades organizacionais.

No grupo das capacidades cognitivas, encontram-se as capacidades de orientação empreendedora, consciência cultural e mentalidade global. Do segundo grupo de capacidades gerenciais, fazem parte a capacidade em interface e capacidade analítica. Por fim, flexibilidade e capacidade absorptiva fazem parte do grupo de capacidades organizacionais. A esse conjunto de construtos intitulou-se “Capacidades Dinâmicas Embrionárias” (FERASSO et al., 2017, p.2).

Ao final deste trabalho, discute-se a configuração das CDs embrionárias no processo de avaliação das *startups*, sua importância e contribuição. Outrossim,

identificamos demais capacidades ou características que fazem parte da captação de recursos financeiros pelas *startups*.

Considerando *startups* que receberam investimentos de terceiros como aporte financeiro, teriam as CDs embrionárias contribuído com o acesso a estes recursos financeiros? Se sim, quais seriam as capacidades específicas notadas neste processo, na percepção do investidor? Tendo em vista este conjunto de questões, este estudo apresenta o seguinte problema de pesquisa: **“Como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em *startups*?”**

Para responder à esta questão, além desta seção introdutória, os argumentos seguem estruturados da seguinte maneira: inicialmente, as justificativas que subsidiam contribuições teóricas e práticas são apresentadas; em seguida o objetivo geral e específicos que auxiliarão a condução do estudo. Sob o mesmo prisma, apresenta-se o referencial teórico, onde se disserta acerca das temáticas fundamentais para o desenvolvimento desta pesquisa. No capítulo seguinte, apresentam-se os procedimentos metodológicos que foram utilizados.

No quarto capítulo, são descritos cada um dos casos separadamente, e, em seguida, analisados de forma comparativa entre eles e discutidos com a literatura. Por fim, são realizadas as considerações finais, incluindo limitações e sugestões de estudos futuros.

1.1 JUSTIFICATIVA

Para atingir seus objetivos com sucesso e alcançar um melhor desempenho, uma *startup* precisa desenvolver capacidades individuais e coletivas durante o processo de desenvolvimento do negócio (SOSNA et al., 2010). *Startups* são consideradas empresas ágeis que contam com CDs para adaptar-se às mudanças no ambiente de negócios (OLIVA e KOTABE, 2019).

As capacidades servem para identificar mudanças, estruturar seus processos e atender às demandas peculiares a que as *startups* são submetidas (OLIVA e KOTABE, 2019). CDs são, portanto, essenciais para permitir que a organização desenvolva, adapte e renove seu modelo de negócios, a fim de criar valor de forma sustentada (OLIVA et al., 2018; TEECE et al., 2016).

A utilização das CDs foi escolhida para esta dissertação devido aos défices das perspectivas mais tradicionais e analíticas, no que tange à estratégia em estágios iniciais do desenvolvimento da organização (BOCCARDELLI e MAGNUSSON, 2006). A análise foi realizada sob a perspectiva dos investidores. Foi preciso compreender quais CDs embrionárias - cognitivas, gerenciais e organizacionais – existem no processo avaliativo, como se configuram e quais são seus papéis na decisão de escolha e alocação de seus recursos financeiros, sob os olhares dos investidores.

O que torna uma *startup* atrativa a ponto de ser selecionada para receber recursos financeiros? Quais critérios qualitativos são utilizados em processos de seleção? Segundo Roundy e Fayard (2018), pesquisas abordando diferentes perspectivas são necessárias para entender a variação em suas capacidades para detectar ameaças e oportunidades, apreender oportunidades e alocar seus recursos e capacidades na busca de novas oportunidades.

Pesquisas anteriores iniciaram a trajetória rumo a este entendimento. Estudos como o de Soetanto e Geenhuizen (2015) analisaram o impacto das capacidades de relacionamento de *startups* e suas habilidades em atrair fundos. Tamanho da rede, densidade, força e multiplicidade são algumas das características que afetam a habilidade em serem selecionadas.

Ye (2018) ressalta que recursos financeiros apresentam impacto positivo na lucratividade de *startups*, enquanto o tamanho inicial da organização impacta negativamente. O impacto financeiro de sua amostra era alavancado quando a equipe apresentava forte experiência no setor, por exemplo. Oppong-Tawiah e Chan (2016)

consideram que as *startups* sobrevivem a longo prazo usando CDs de conhecimento e capacidades emergentes para buscar inovações para mercados em rápida evolução.

Diante desses estudos (SOETANTO e GEENHUIZEN, 2015; YE, 2018; OPPONG-TAWIAH e CHAN, 2016), entende-se que as *startups* estão preparadas para captar mudanças no ambiente de negócios e converter seu entendimento em produtos e serviços para atender às necessidades do mercado. Isto pode ocorrer por meio de inovações e estruturas enxutas que fornecem resultados exponenciais (OLIVA e KOTABE, 2019); entretanto, são constantemente limitadas pela falta de recursos financeiros.

Nestas justificativas, consideraram-se a busca por rigor, avanço e originalidade da pesquisa e de suas contribuições práticas e teóricas. Não obstante esses esforços, a associação entre acesso a recursos financeiros e capacidades das *startups* ainda carece de investigação.

A existência ou não das CDs e sua compreensão no contexto das *startups* que receberam investimentos requer uma análise minuciosa. Esta dissertação visa, além de estimular pesquisas futuras, contribuir para o avanço dos estudos em estratégia de CDs, para o avanço e definição das CD embrionárias, e, ao fim, fomentar empreendedores e organizações do tipo *startup*, através da apresentação de elementos que facilitem a busca por investimento e aumentem o impacto econômico e social em seus contextos.

1.1.1 Objetivos

A partir da contextualização e do problema de pesquisa exposto, nesta seção são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos que norteiam este estudo.

1.1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desta dissertação é compreender como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em *startups*.

1.1.1.2 Objetivos Específicos

Em atenção ao objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos para o desenvolvimento desta dissertação:

- i) Compreender as etapas do processo de avaliação da startup;
- ii) Identificar a existência de CDs embrionárias a partir dos códigos e categorias de capacidades cognitivas, gerenciais e organizacionais;
- iii) Descrever como as CDs embrionárias se configuram no processo de avaliação das *startups*;
- iv) Levantar elementos não contributivos ao processo de seleção e decisão de investimento que sejam relacionados às CDs embrionárias.

Para alcançar estes objetivos propostos, a revisão teórica a seguir é um alicerce para a compreensão da *startup*, dos tipos de investimento disponíveis, das CDs dinâmicas, embrionárias e da união de *startups*, capacidades e investimentos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo apresenta-se o referencial teórico acerca das temáticas abordadas por este estudo, dividida em três eixos. Na primeira seção, encarrega-se de dissertar e explorar o conceito de *startup*, suas características e importância, seguida dos tipos de investimento que podem receber.

Em seguida discute-se sobre as CDs, examinando seu conceito, origem, importância e características. Foi desenvolvido um tópico específico de estudos anteriores de CDs relacionadas ao ambiente das *startups*, e, por fim, uma seção para desdobrar as CDs embrionárias e os principais aspectos de cada categoria.

2.1 STARTUPS

Na última década um número crescente de cidades em todo o mundo criaram uma “indústria de *startups*” para participar dos principais desenvolvimentos desses ecossistemas (KUSCHEL et al., 2017, p. 6). Apenas no Brasil, quase quatorze mil *startups* estão mapeadas (STARTUPBASE, 2021). Por este alto número e importância, a seguir são apresentados o conceito, características principais e importância; e, em seguida, os tipos de investimento que podem receber.

2.1.1 Conceito de *Startups*

Uma *startup* é uma pequena empresa que explora novas oportunidades de negócios, trabalha para resolver um problema em que a solução não é conhecida e o mercado em que opera é altamente volátil (GIARDINO et al., 2014). Este tipo de empresas está sob pressão constante para demonstrar rapidamente que estão desenvolvendo uma solução que resolve um problema real (BLANK, 2013) e geralmente enfrentam o desafio de acesso aos recursos necessários para conseguir trazer um produto ao mercado (FENG et al., 2019).

As *startups* podem ser classificadas como indústrias emergentes de pequena escala (GARG e SHIVAM, 2017), normalmente são empresas pequenas e, a princípio, financiadas e formadas por um grupo modesto de colaboradores ou apenas uma pessoa (GARG e SHIVAM, 2017).

A incerteza é uma questão de curso no contexto das *startups*. O estabelecimento de um processo de avaliação de riscos e de seu ambiente é algo complexo e necessário que requer observações apropriadas sobre seu potencial e sobre seu desempenho organizacional (RIES, 2012).

As *startups*, segundo Shi et al. (2014), são de natureza flexível, pois, sem dependência de trajetória, possuem um curto histórico operacional e não precisam seguir certos procedimentos para operar negócios como fazem as empresas experientes e estabelecidas. Entretanto, podem tirar proveito do uso de novas tecnologias e ferramentas de desenvolvimento sem ter nenhum legado ou serem limitadas pela experiência de trabalho anterior (SUTTON, 2000).

Para Oppong-Tawiah e Chan (2016), as *startups* são impulsionadas principalmente por conhecimento e tecnologia. Devem permanecer vigilantes durante

todo o período inicial para desenvolver inovações que satisfaçam os padrões de tecnologia vigentes no momento de sua entrada no mercado; a entrada antecipada de uma *startup* é vantajosa para a mesma atrair investimentos de capitais de risco (PARK et al., 2020).

As *startups* têm mais chances de sobreviver e alcançar melhor desempenho quando garantem vantagens de serem as primeiras entrantes, através de um movimento antecipado no mercado. Enquanto isso, grandes empresas alcançam um crescimento estável quando escolhem seguir uma estratégia de mudança tardia, que envolve observação prévia do mercado e convívio com incertezas tecnológicas (PARK et al., 2020).

Startups baseadas em tecnologia contribuem desproporcionalmente para o crescimento econômico e, portanto, são mais frequentemente alvo das iniciativas de apoio ao empreendedorismo, que vão da política governamental às incubadoras (RATINHO et al., 2020); por isso, são consideradas um componente importante na economia (GIARDINO et al., 2014).

Algumas das principais características em comum das *startups* são a juventude relativa, pouca experiência e histórico anterior e imaturidade, não apenas em seus processos mas na maneira como estão organizadas (SUTTON, 2000). Também são isomórficas em seus modelos de negócios, que conferem vantagem competitiva (OPPONG-TAWIAH e CHAN, 2016) e para Giardino *et al.* (2014), as *startups* geralmente são centralizadas em seus fundadores e todos na empresa têm grandes responsabilidades, sem a necessidade de alta administração.

Outras semelhanças entre as *startups* são a limitação de recursos. Segundo Sutton (2000), os primeiros recursos investidos em uma empresa geralmente se concentram em satisfazer e alcançar atividades voltadas para o ambiente externo, tais como divulgar o produto, promovê-lo e construir alianças estratégicas. Quanto antes a empresa realizar essas atividades, maiores serão suas chances de sobrevivência. Para Park *et al.* (2020), se espera que cada *startup* dedique certos recursos humanos nessas atividades.

O processo de desenvolvimento do conjunto de objetivos da *startup* começa com a identificação da estratégia da empresa, seguida pela preparação de planos e objetivos de ação, fornecimento de recursos e designação de responsabilidades (OLIVA et al., 2018). Entretanto, uma *startup* que geralmente é relacionada à inovação é frequentemente caracterizada pela limitação e pobreza de recursos (FENG et al.,

2019). Por este motivo, precisa de acumulação e uso eficientes de recursos para alcançar os resultados esperados, enquanto as empresas maiores tradicionalmente usam processos organizacionais para o mesmo objetivo (LIN et al., 2010).

Para uma *startup*, é essencial que os empreendedores criem redes para obter os recursos necessários, obtenham legitimidade e encontrem clientes em potencial durante o estágio de desenvolvimento (LIN et al., 2010). As *startups* também se beneficiam da experiência de parceiros em vários mercados, e não necessariamente sobre a acumulação de conhecimento. Em resumo, para que as *startups* se beneficiem de uma abordagem rápida e proativa, as redes devem ser grandes e escaláveis para alcançar vários mercados (KUSCHEL et al., 2017) .

Outras semelhanças entre este tipo de organizações são o impacto que sofrem de influências múltiplas em seu contexto. Influências estas que advêm de investidores, clientes, parceiros e concorrentes, atuais ou potenciais (SUTTON, 2000). Podem ser críticas e até mesmo inconsistentes, exigindo ajustes e reajustes frequentes do quê e como fazer para reagir à elas.

Um atributo adicional das *startups*, segundo Sutton (2000), é que estão envoltas em um contexto de tecnologias e mercados dinâmicos. Isto acarreta em acompanhar novas tecnologias de redes, novos canais de comunicação, novos serviços de computação, novas linguagens de programação, novas arquiteturas de sistemas e distribuição de tecnologias.

É preciso desenvolver ferramentas e técnicas para suprir tamanha demanda e responder às constantes modificações. Para lidar com as mudanças a que são frequentemente submetidas, em *startups* de *software*, por exemplo, que iniciam suas operações em um novo mercado, os clientes são as principais fontes de orientações (SHI et al., 2014). Entretanto, sofrem falta de credibilidade (LIN et al., 2010) e hesitação quando os clientes são obrigados a escolher um produto fabricado por uma *startup* quando é algo que eles já consomem há muito tempo (GARG e SHIVAM, 2017).

2.1.2 Tipos de Investimento

Em seu relatório anual sobre *startups*, Clominson (2020) assegura que a taxa de mortalidade pode chegar até 90%, ou seja, das 137.000 *startups* que nascem diariamente no mundo, outras 123.300 morrem no mesmo dia. De acordo com o

relatório, *startups* de informação são as que mais tendem a encerrar suas atividades, seguidas pelas *startups* de construção e manufatura.

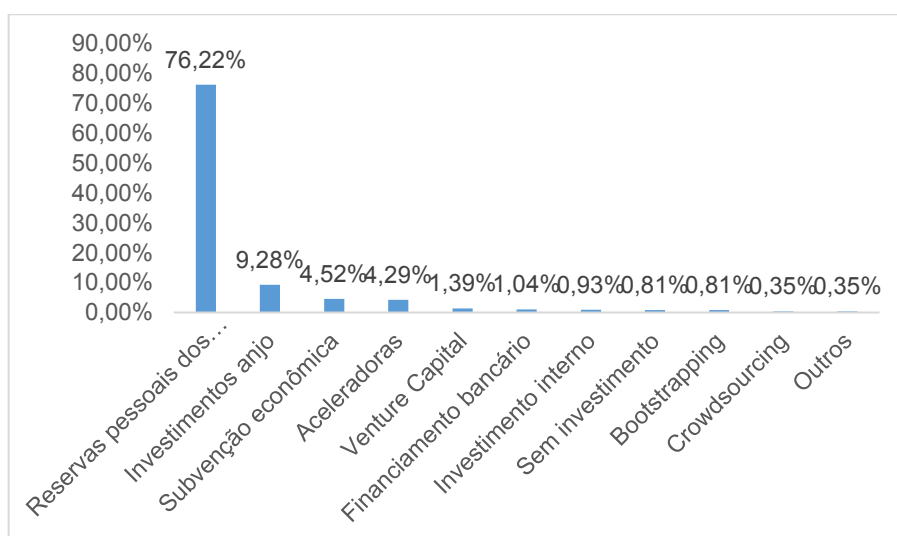
Em termos de recursos financeiros recebidos, a taxa de mortalidade é maior em *startups* de comércio eletrônico, que recebem apenas uma rodada de investimento (CLOMINSON, 2020). Índices menores podem ser encontrados em ecossistemas onde há presença e colaboração de instituições financeiras, possibilitando às *startups* maior produtividade, maiores retornos aos investidores e menores riscos percebidos (VITALI et al., 2013).

Outra questão que dificulta o acesso aos recursos financeiros é que a *startup* é tratada usualmente como uma bolha, ou seja, um negócio ou setor que se expande rapidamente e está inserida em um ambiente não muito atraente e duradouro (GARG e SHIVAM, 2017).

Startups com mais recursos são mais sujeitas a alcançar o sucesso (SINGER, 1995). Diversas são as maneiras de levantar recursos financeiros, como o uso de recursos próprios, investidor-anjo, *Venture Capital* (VC), programas e financiamentos oferecidos pelo Governo Federal, Estadual e de centros empreendedores, *crowdfunding* e oferta inicial de moedas.

O GRÁFICO 1 demonstra as principais fontes de investimento em *startups* no ano de 2017, último dado obtido pela pesquisa, tendo como base mais de mil *startups* brasileiras.

GRÁFICO 1 – FONTE INICIAL DE INVESTIMENTO



Fonte: Adaptado de Abstartups e Accenture (2017).

Recursos próprios, de amigos e família, são a principal solução financeira para a *startup* (ABSTARTUPS e ACCENTURE, 2017). Neste contexto, um aspecto negativo notado é que a *startup* pode não crescer tão rápido como esperado e pode não ter o conjunto de recursos para acompanhar as mudanças do ambiente. Por outro lado, compartilham um sentimento entre os funcionários de que “estão juntos nessa” (HAMILTON, 2001, p. 280) e podem construir e estruturar a empresa juntos de forma mais gradual.

Outra fonte popular de capital acionário são os investidores-anjo (LENZER, 2019). Um investidor anjo geralmente atua como uma ponte que apoia os negócios após o estágio de auto-custeio e antes que os fundos de capital de risco invistam (HAMILTON, 2001). Estudos anteriores demonstram que o investimento-anjo é preferido quando espera-se que suportem o processo de criação, não apenas o produto final (GERBER e HUI, 2013).

Para Hamilton (2001), os anjos são investidores *freelancers* que usam seu capital pessoal, mas podem não ter vínculos pessoais com o empreendedor da *startup*. Frequentemente são ex-empresendedores de sucesso que desejam reinvestir seus recursos em outro negócio que entendam que seja promissor (HARMON, 1999), ainda que leve de cinco a dez anos para terem retorno (LENZER, 2019).

De acordo com Lenzer (2019), o investidor-anjo pode se reunir em um grupo de indivíduos ou realizar a ação sozinho. Normalmente são indivíduos de alta renda, que possuem ativos líquidos acima de um milhão de dólares. Além disso, tendem a investir em áreas técnicas que estão familiarizados.

Tanto para investidores-anjo como para fundos de capital de risco oferecerem fundos, é muito difícil para a *startup* atender aos seus critérios e apresentar sua ideia através de *pitches* (pequenas apresentações) (GARG e SHIVAM, 2017). Por isso, quando o investidor encontra certa familiaridade com sua tese de investimentos, inicia um processo mais detalhado de análise.

Investimentos realizados por VC, ou seja, por fundos de capital de risco, oferecem um montante financeiro maior em comparação com investidores-anjo. Como recompensa, esperam altas taxas de retorno (JOO et al., 2019). Considera-se que a ordem clássica de patrocínio da *startup* ocorre primeiramente com recursos próprios, depois investimento-anjo e depois tenham acesso aos recursos de VC (HAMILTON, 2001) para alavancar seus negócios de forma mais rápida.

Nos investimentos por VC, a não ser que os investidores compreendam exatamente o que está no plano de negócios e que os resultados esperados atendam suas expectativas, eles não aprovarão facilmente fundos para uma *startup*. Nos *pitches* que os empreendedores apresentam aos fundos de VC, espera-se que as *startups* mostrem um gráfico que se pareça com um taco de hóquei: para cima e para a direita com uma taxa de mudança rápida e crescente (ROWLEY, 2020).

No relatório do último trimestre de 2019 publicado pela base de dados *Crunchbase*, Rowley (2020) constata que o volume investido por VC em dólares atingiu um novo recorde. A *Crunchbase* projeta que aproximadamente 4,47 bilhões de dólares foram investidos em 5.076 negócios no quarto trimestre de 2019 (FIGURA 1).

As *startups* de *Internet* se beneficiaram mais com o aumento nos investimentos oriundos de VC, atraindo um total de 22,6 bilhões de dólares no primeiro semestre de 2019. As *startups* de assistência médica e telecomunicações foram as seguintes principais beneficiárias, recebendo 8,8 e 5,9 bilhões de dólares de VC, respectivamente (RICHTER, 2019). As *startups* que são suportadas por VC normalmente recebem mentorias e treinamento intenso para aumentar as perspectivas de crescimento e ampliar o retorno do investimento.

FIGURA 1 – PROJEÇÃO DE INVESTIMENTO ANJO E SEMENTE AO LONGO DO QUARTO TRIMESTRE DE 2019, GLOBALMENTE



Fonte: Adaptado de Rowley (2020).

No tópico a seguir, descrevem-se as capacidades dinâmicas, sua origem, importância, discussões de CDs em startups e um detalhamento das CDs embrionárias.

2.2 CAPACIDADES DINÂMICAS

As “capacidades dinâmicas são capacidades com as quais os gestores constroem, integram e reconfiguram os recursos e competências organizacionais” (TEECE et al., 1997, p. 1012). As CDs são habilidades de reconfigurar os recursos e rotinas da empresa de maneira organizada, planejada e apropriada do ponto de vista do tomador de decisão, e não se desenvolvem apenas em resposta ao dinamismo do ambiente (ZAHRA et al., 2006).

Esta abordagem considera que a percepção de oportunidades e vontade de implementá-las não é suficiente para garantir a sobrevivência de uma organização ou seu sucesso, pois sua construção e uso tem custos e pode trazer perdas e ganhos no processo. Easterby-Smith e Prieto (2008) sugerem que o desenvolvimento de CDs depende muito do conhecimento e aprendizagem da organização.

A construção de CDs começa através da colaboração. Agarwal e Selen (2009) sugerem que uma estrutura conjunta de diferentes atores da organização pode começar pela colaboração, aprendizado e gerenciamento de ideias criativas para benefícios estratégicos e operacionais. Entretanto, o caminho para tal construção pode depender das barreiras de aprendizagem, da micropolítica em tal cenário e da experiência anterior, tanto da organização principal, como de seus parceiros (HELFAT e LIEBERMAN, 2002; PIENING, 2013).

Pablo *et al.* (2007) sugerem que existem três fases básicas para construir as CDs: i) aprendizagem por meio da experimentação; ii) integração de conhecimentos e habilidades ou ativação de processos de experimentação na organização; e iii) o gerenciamento de tensões contínuas, equilibrando o entusiasmo com as capacidades operacionais existentes.

Para Prahalad e Hamel (1990), a verdadeira fonte de vantagem competitiva está nas capacidades de gestão para consolidar as tecnologias corporativas e as habilidades de produção em competências, que capacitam as organizações à adaptar-se e captar oportunidades.

2.2.1 Origem e Importância das Capacidades Dinâmicas

Como a abordagem das CDs aparece em meio aos diferentes atores, interesses, ambientes e perspectivas das *startups*? Para responder à esta questão e compreender tal interação, é necessário voltar-se à percepção e discussão de Teece e Pisano (1994) e Teece *et al.* (1997) sobre as CDs e reconfiguração de competências.

A abordagem de competências foi exposta após um momento onde outros pesquisadores se dividiam entre dar atenção à fatores internos, como a abordagem da VBR por Wernerfelt (1984) e Barney (1991); a descrição de competências (HAMEL e PRAHALAD, 1989; PRAHALAD e HAMEL, 1990); a Teoria Evolucionária (NELSON e WINTER, 1982); os discursos sobre a Teoria dos Custos de Transação (WILLIAMSON, 1981); alguns fatores externos, como a racionalidade limitada de Simon (1957; 1980); e também a vantagem competitiva e as forças de Porter (1980; 1985).

As organizações estão mergulhadas em “caldeirões borbulhantes” de competição, onde outras organizações, pessoas, instituições e governos estão todos buscando obter uma parte do sucesso que uma empresa em particular poderá desfrutar (BARNEY e HESTERLY, 2004, p. 2). Hoopes *et al.* (2003) abordam fontes de diferenciação para resistir a um ambiente incerto; sendo algumas delas as redes, *clusters* que a organização se encontra; segmentação de mercado; tempo de entrada, tratado também por Helfat e Lieberman (2002); e principalmente, as CDs.

O estudo de Cardoso e Kato (2015) apresenta as contribuições dos principais autores no período de 1992 a 2012; explorando as divergências e ramificações geradas com o decorrer do tempo. Os autores sugerem que “temas como conhecimento, competências, aprendizagem, criação de valor, capacidade dos gestores (...) e as associações com as capacidades dinâmicas” (CARDOSO e KATO, 2015, p. 229) ainda carecem de testes e comprovações empíricas.

Na gestão estratégica, a abordagem das CDs tem se mostrado fundamental nas últimas duas décadas (EISENHARDT e MARTIN, 2000; TEECE *et al.*, 1997). As CDs tornam-se gradualmente uma importante perspectiva adotada por quem deseja conhecer e interpretar a fonte da competitividade de uma empresa (CHANG, 2012).

A adoção de estratégias que consideram tanto o micro como o macro ambiente organizacional pode ter ocorrido por diversos motivos, sendo os principais a necessidade de adaptação constante (PRAHALAD e HAMEL, 1990; TEECE e

PISANO, 1994), o cumprimento de requisitos impostos por partes interessadas e devido à regulamentos estatutários exigidos por estes (SARKIS et al., 2010).

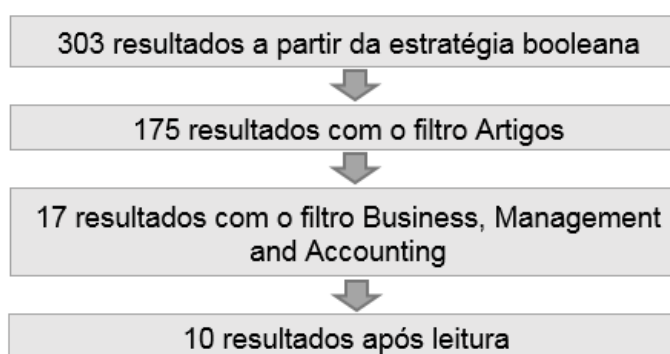
Segundo Teece *et al.* (2016), as CDs são críticas para uma empresa promover a agilidade organizacional que é necessária para operar em um ambiente de incerteza. São elas que definem a capacidade da empresa de inovar, adaptar e criar mudanças que são favoráveis ao mercado consumidor e desfavorável aos concorrentes. É necessário que o planejamento de atividades seja rápido o suficiente para operar, inovar e se adaptar aos novos cenários.

CDs podem ajudar a aumentar a eficácia competitiva (SHANG et al., 2009; TEECE, 2011), o desempenho dos negócios (LAWTON e RAJWANI, 2011) e a promover a gestão sustentável. As CDs emergem em situações em que os custos recorrentes de deliberação cuidadosa entre os membros da organização tornariam, de outra maneira, as organizações em uma estrutura ineficiente para ação coletiva (DOSI et al., 2002).

2.2.2 Capacidades Dinâmicas em *startups*

No que tange à estratégia em estágios iniciais do desenvolvimento da organização (BOCCARDELLI e MAGNUSSON, 2006), é necessário compreender e levantar estudos anteriores de CDs em *startups*. Para isso, foi realizada uma revisão sistemática (FIGURA 2) na base Scopus com a seguinte estratégia booleana: (*startup OR start-up OR startups OR start-ups AND "dynamic AND capability" OR "dynamic AND capabilities" OR "dynamic AND capabilitie" OR "dynamic AND capacity" OR "dynamic AND capacities"*).

FIGURA 2 – ESTRATÉGIA PARA DETERMINAR O ESTADO DA ARTE DAS CDS E STARTUPS



Fonte: A autora (2021).

Na primeira busca, foram encontrados 303 resultados considerando título, resumo e palavras-chave; então 175 resultados foram selecionados utilizando o critério de serem artigos.

Em seguida, foram selecionados resultados apenas da seção de Negócios, Gestão e Contabilidade, devido à grande quantidade de resultados anteriores dos campos de engenharia e química. Após este filtro, teve-se acesso à 17 artigos, que foram integralmente lidos e analisados. Foram descartados sete artigos por se tratarem da área de operações, capacidade de produção e de maquinário, que consideravam o termo *startup* como o tempo de início de um processo produtivo. O QUADRO 1 resume as principais informações dos dez artigos encontrados nesta revisão sistemática. Além destes artigos, outros foram somados na discussão por julgamento de relevância à revisão da literatura de CDs e *startups*.

Não são novos os argumentos que apoiam a existência de CDs em *startups*, ao contrário do exposto por Helfat e Peteraf (2003), que acreditam que as CDs possuem o mesmo padrão de evolução que outras capacidades e uma organização na fase inicial não possui quaisquer CDs. Boccardelli e Magnusson (2006) defendem que as CDs podem existir já no momento de início de um empreendimento, principalmente nos poucos indivíduos que constituem a equipe empreendedora.

QUADRO 1 – ARTIGOS SELECIONADOS NA REVISÃO SISTEMÁTICA

Artigo	Título	Autores	Ano	Journal	Citações	Tema Principal	CDs abordadas	Comentários
1	Born-Global SMEs, Performance, and Dynamic Absorptive Capacity: Evidence from Spanish Firms	Rodríguez-Serrano e Martín-Armario (2019)	2019	Journal of Small Business management	5	Papel da capacidade absorptiva em pequenas empresas que internacionalizaram a partir de startups e a influência de uma cultura empreendedora orientada ao mercado	Capacidade Absortiva	O sucesso dessas empresas é determinado pela habilidade de assimilar e usar conhecimento de acordo com as demandas do mercado
2	Risk management tool to maximise the performance of technology accelerators	Wonglimpiyarat (2018)	2018	International Journal of Business Innovation and Research	0	Gestão de Riscos em Aceleradoras para fomento de Inovação	Capacidade Inovativa	Trata dos mecanismos que as aceleradoras podem utilizar para acelerar inovação no ecossistema
3	From incubation to maturity inside parks: the evolution of local knowledge networks	Díez Vial e Montoro Sánchez (2017)	2017	International Journal of Technology Management	3	O efeito da evolução de redes locais de conhecimento na capacidade inovativa	Capacidade Inovativa	Não trata especificamente de startups, sim dos parques de ciência/industriais onde empreendimentos compartilham o mesmo espaço
4	Quantitative decision support for network integration of start-up companies	Steinrücke e Albrecht (2016)	2016	International Journal of Globalisation and Small Business	1	Importância das redes inter-organizacionais, cooperação e integração de redes com companhias estabelecidas para ganhar acesso aos mercados ou obter capacidades requeridas	N/A	Não trata especificamente de CDs; mostra que as startups tornam as estruturas de redes mais rentáveis, possibilitando processos inovativos e mais eficientes

5	Start-up absorptive capacity: Does the owner's human and social capital matter?	Debrulle <i>et al.</i> (2014)	2014	International Small Business Journal: Researching Entrepreneurs hip	26	Importância da experiência do empreendedor e a ponte para o capital social na habilidade de adquirir, assimilar e explorar informações externas	Capacidade Absortiva	Foi encontrado um efeito significativo e positivo da experiência do proprietário da startup na capacidade absorptiva das startups. Maior educação formal ou gênero não estão relacionados com a capacidade absorptiva.
6	Technological governance and cooperability in Brazilian multinationals	Costa e Porto (2014)	2014	RAE Revista de Administracao de Empresas	4	Avalia em que medida elementos estruturais e gerenciais da governança tecnológica afetam as CDs de inovação e cooperação (cooperabilidade) nas multinacionais brasileiras	Capacidade de Inovação e Cooperação	Não trata de startups, mas sim de CDs no contexto de empresas emergentes brasileiras.
7	The dynamic impact of innovative capability and inter-firm network on firm valuation: A longitudinal study of biotechnology start-ups	Zheng <i>et al.</i> (2010)	2010	Journal of Business Venturing	67	Examinam o impacto temporal relativo da capacidade inovativa e da rede entre empresas na valorização da startup ao longo do tempo	Capacidade Inovativa	Propõem que a idade da empresa seja uma variável chave para a criação de rotinas e acúmulo de recursos da startup. A avaliação de um investidor sobre a capacidade inovativa de uma empresa de alta tecnologia e a rede entre empresas evolui com a idade da empresa.

8	Differentiating factors of venture growth: From statics to dynamics	Littunen e Virtanen (2009)	2009	International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research	17	Analisa fatores que contribuíram para o crescimento da organização, tais como aumento na capacidade produtiva, relações com redes externas e a adoção de políticas de produto especializadas.	Capacidades de gestão	Trata "start-ups" como primeiros sete anos de empresas manufatureiras e de serviços baseadas em metal na Finlândia.
9	Knowledge transfer between two geographically distant action research teams	Desmarais <i>et al.</i> (2009)	2009	Journal of Workplace Learning	3	Observa e documenta a transferência de conhecimento entre dois atores do ramo de aço. Considera capacidades de transferência de conhecimento: generativas, disseminativas, absorptivas, adaptativas e responsivas.	N/A	Trata startup como "ponto de início" do projeto em questão
10	Dynamic capabilities in early-phase entrepreneurship	Boccardelli e Magnusson (2006)	2006	Knowledge and Process Management	35	Trata sobre a importância estratégica da inovação. Considera as CDs em empresas em estágios iniciais como bricolagem, ou seja, capacidades de reinterpretar e recombina recursos já existentes e melhorando sua adequação conforme demandas do mercado.	Capacidades Organizacionais; capacidades gerenciais	Considera mais especificamente como CDs: improvisação; flexibilidade de recursos; identificação de oportunidades. Além disso, Startups que mudaram o foco de mercado tem uma probabilidade mais alta de sobreviver nos primeiros anos.

Fonte: A autora (2021).

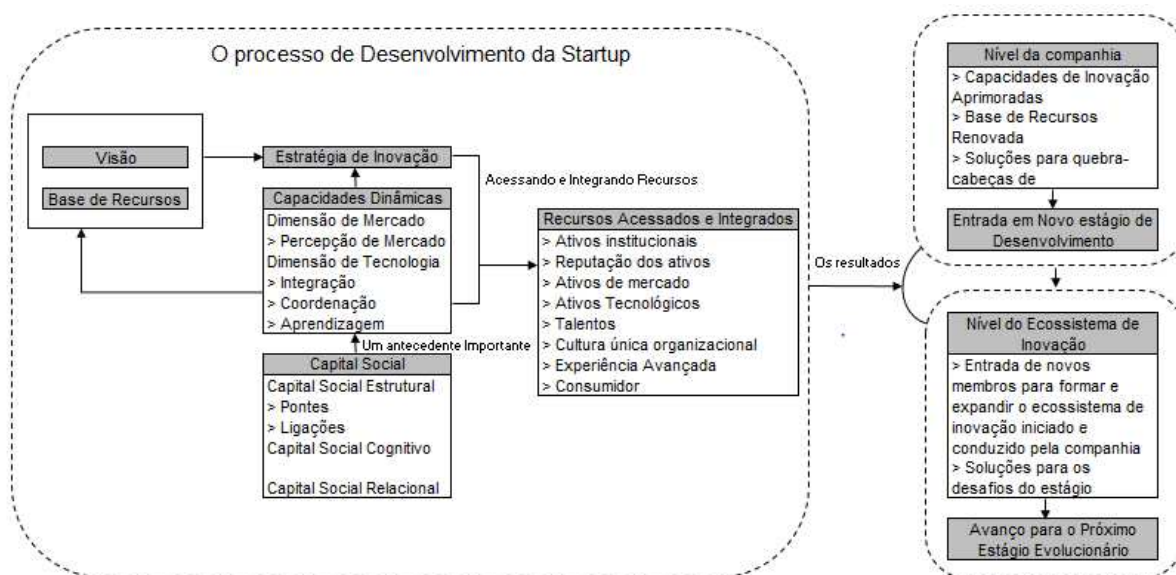
Startups são consideradas empresas ágeis com altas CDs de adaptação às mudanças no ambiente de negócios (OLIVA e KOTABE, 2019). As *startups* podem sobreviver a longo prazo utilizando CDs de conhecimento e recursos emergentes para buscar inovações para mercados em rápida evolução (OPPONG-TAWIAH e CHAN, 2016) e através delas podem gerenciar recursos para superar os rivais (WU, 2007). A velocidade para responder à estes itens pode ser o que mantém a empresa viva, ainda mais para uma *startup* que visa “o melhor, mais rápido e mais barato” (SUTTON, 2000, p. 33).

Estudos desenvolvidos por Feng *et al.* (2019) demonstram que as CDs desempenham um papel fundamental em *startups*. Elas ajudam a empresa a adquirir, renovar e reconfigurar recursos para ajustar seus próprios quebra-cabeças de desenvolvimento.

Para Oliva *et al.* (2011), as *startups* podem ser consideradas organizações ágeis com CDs. As *startups* assumem riscos diferentes, por causa de seu maior apetite e tolerância a riscos, sendo esses decorrentes de seu *design*, estrutura, estratégias e objetivos, e podem levar ao sucesso ou fracasso. Para responder aos riscos, as *startups* podem se beneficiar de arranjos colaborativos, que constituem essencialmente a combinação de recursos e capacidades complementares, por enfrentarem desafios formidáveis no desenvolvimento de relações de trabalho no contexto de tecnologias emergentes (STORY *et al.*, 2011).

Na FIGURA 3, vê-se que com as CDs, a *startup* acessa e integra vários tipos de recursos para promover seu desenvolvimento. Segundo Feng *et al.* (2019), esse processo naturalmente leva ao estabelecimento ou desenvolvimento de um ecossistema de inovação, no qual a *startup* pode atuar como líder. O processo também leva à soluções de desafios encontrados em estágios específicos do ecossistema de inovação, que permite que este evolua para o próximo estágio. Com o processo, a *startup* também entra em seu novo estágio de desenvolvimento.

FIGURA 3 – ESTRUTURA EVOLUTIVA HOLÍSTICA



Fonte: Adaptado de Feng *et al.* (2019)

As *startups* podem divulgar e compartilhar através de *white papers* suas capacidades tecnológicas, seu progresso de desenvolvimento e experiência, o que auxilia outras organizações em estágio inicial e possibilita o recebimento de ajuda de outros atores para resolver seus problemas internos (PARK *et al.*, 2020).

No estudo de Park *et al.* (2020), ressalta-se a importância de uma avaliação multifacetada das capacidades de inovação, como patentes e dados de tecnologia, quando os investidores selecionam uma *startup* para fornecer recursos financeiros.

Assim, quando os investidores avaliam as capacidades de inovação tecnológica de uma *startup*, precisam avaliar se a *startup* pode diferenciar sua tecnologia de outras similares de forma contínua (PARK *et al.*, 2020). Enquanto as *startups* se esforçam para isso, outras empresas existentes estabelecidas em tecnologia da informação têm uma forte capacidade absorptiva que permite imitar a tecnologia *blockchain* das principais *startups*.

As capacidades auxiliam também a alocar os recursos estratégicos e atender às oportunidades percebidas (GREWAL e TANSUHAJ, 2001; KUMAR *et al.*, 2019). Também ajudam a controlar o processo de forma constante, geralmente acelerando o ciclo administrativo de planejar, organizar, executar e controlar. Segundo Kumar *et al.* (2019), o desenvolvimento de capacidades permite à organização gerenciar ameaças, combinar e recombina ativos para sustentar o desenvolvimento de valor a longo prazo.

Entretanto, para Salehi *et al.* (2018), *startups* com base tecnológica não possuem todos os recursos e capacidades para a criação de valor comercial a partir de suas tecnologias, ficando em uma posição aquém das necessárias para um setor baseado no conhecimento (LIN *et al.*, 2010).

Além dos artigos da revisão sistemática, foram buscados outros artigos, selecionados por critério de relevância, que não se enquadraram na estratégia. No artigo de Savarese *et al.* (2016), foram analisados fatores-chave que auxiliaram o crescimento de 382 *startups* italianas. Consideraram-se emergentes o investimento em competências tecnológicas e de marketing; o desenvolvimento de CDs, incluindo recursos humanos e novas rotinas; e o acesso às fontes de conhecimento e informações externas. O estudo não aborda relações com investimentos externos realizados na *startup*, mas ações que deveriam ser tomadas por ela mesma para garantir crescimento e melhor desempenho.

Outro estudo utilizou a Visão Baseada em Recursos (VBR) e a teoria das CDs para analisar as melhores abordagens para o crescimento econômico chinês através do uso da Internet das Coisas (IDC) (HRISTOV, 2017). O aumento do número de *startups* pode contribuir significativamente para práticas inovadoras na IDC e soluções políticas.

Já o estudo de Innocenti e Zampi (2018) trata da dinamicidade do ambiente que as *startups* estão inseridas, não especificamente das CDs. Os autores dividem com Hasenpusch e Baumann (2017) fatores que contribuem para o crescimento das *startups*. Trazem à tona a importância de investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) a ser realizado pela própria empresa, independente da origem dos recursos; a disponibilidade de ativos tangíveis; e características do ambiente externo, como variedade da indústria, especialização do setor e investimentos públicos em P&D.

Por fim, Symeonidou e Nicolaou (2018) examinaram os efeitos de desempenho da orquestração de recursos e capacidades em *startups* investigando três contingências-chave: investimento em capital humano relativo aos rivais, alavancagem da estratégia e a experiência inicial do fundador. Dentre os três, o último se mostrou mais importante para a criação de valor, principalmente quando a orientação da *startup* é para inovação.

Em síntese, percebe-se que na perspectiva de investimentos de VC de Hasenpusch e Baumann (2017), os objetivos estratégicos da organização foram

relevantes para a tomada de decisão do investimento. Entretanto, não há estudos em relação à outras razões e motivações de investidores realizarem o aporte de recursos financeiros em uma organização específica. Considerando alcançar o objetivo estratégico, ao se depararem com várias opções de *startups*, quais percepções e fatos foram relevantes e considerados pelos investidores?

Os demais artigos encontrados permeiam tópicos que favorecem o crescimento da *startup* a partir de iniciativas internas, tais como investimentos em competências, capacidades e recursos (SAVARESE et al., 2016), utilização da IDC (HRISTOV, 2017), investimentos em P&D e análise do ambiente externo (INNOCENTI e ZAMPI, 2018). Também a orquestração de recursos quanto ao investimento em capital humano relativo aos rivais, alavancagem da estratégia e a experiência inicial do fundador mostraram-se relevantes (SYMEONIDOU e NICOLAOU, 2018).

2.2.3 Capacidades Dinâmicas Embrionárias

Para entender melhor a atuação das CDs em *startups*, optou-se pela perspectiva teórica de Eriksson *et al.* (2014), cujo esquema abrange três grupos de CDs que compõem as capacidades existentes em Pequenas e Médias Empresas (PME): i) capacidades cognitivas; ii) capacidades gerenciais; e iii) capacidades organizacionais.

Os três grupos deram origem ao esquema dos autores (FIGURA 4). Este conjunto de capacidades foi apelidado por Ferasso *et al.* (2017) de CDs embrionárias, por serem comuns em organizações em estágios iniciais e que estão sujeitas à alta interação com o ambiente tecnológico e mudanças constantes.

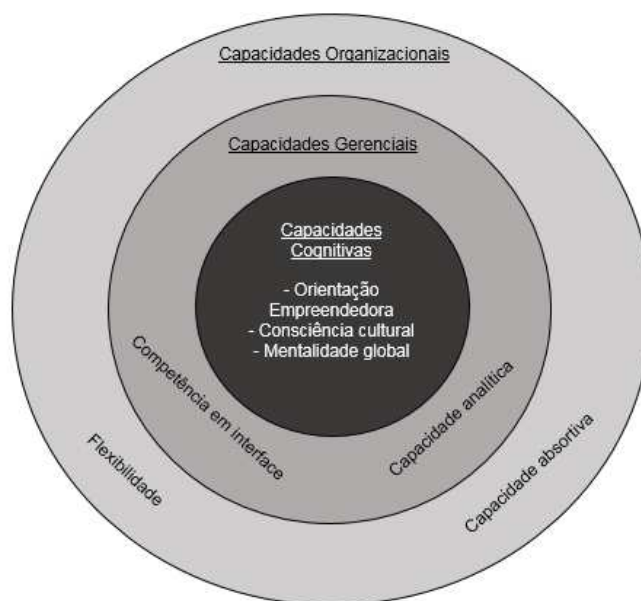
As capacidades cognitivas formam o núcleo do esquema e, segundo os autores, são difíceis de serem observadas. Além disso, são consideradas a base do esquema por serem a fonte da identificação e contínuo escaneamento de oportunidades para a expansão da organização (ERIKSSON et al., 2014; GAJENDRAN et al., 2014). Para a criação de oportunidades, é preciso envolver o reconhecimento de padrões e a interpretação de dados (SOUZA e FORTE, 2019).

O termo ‘capacidades cognitivas’ vem da associação com ciência cognitiva, psicologia cognitiva, psicologia social, neurociência cognitiva e teoria da decisão comportamental (HELFAT e PETERAF, 2014, p. 832). Isso significa que as funções

mentais de cognição de um indivíduo podem ser vistas de uma abordagem em nível organizacional, ou seja, envolvem atenção, percepção e resolução de problemas.

Diferentes combinações de capacidades cognitivas permitem às organizações avaliar e implementar vários tipos de inovações, ademais de auxiliar a identificação de problemas nos processos e a desenvolver melhores abordagens para enfrentá-los (GAJENDRAN et al., 2014).

FIGURA 4 – CAPACIDADES DINÂMICAS EM ORGANIZAÇÕES NA FASE INICIAL



Fonte: Adaptado de Eriksson *et al.* (2014)

Por um lado, para Eriksson *et al.* (2014), as capacidades cognitivas são atributos cruciais e se refletem na maneira que os gerentes pensam e operam. Para Souza e Forte (2019), é a capacidade de um gestor individual de realizar atividades mentais automáticas e controladas, cujas consequências se refletem em mudanças estratégicas nos modelos de negócios e no desempenho da organização. Por outro lado, a abordagem mais desejável é incorporar processos das capacidades e habilidades cognitivas dentro da empresa, para que a organização não fique dependente de apenas alguns indivíduos e se torne vulnerável (TALLOTT e HILLIARD, 2016).

É preciso ter uma sensibilidade suficiente para alterar os processos e combinações das capacidades cognitivas, o que implica na habilidade de perceber a

necessidade de mudanças ou de estabilizar-se em determinado momento (GAJENDRAN et al., 2014).

Uma das capacidades cognitivas relevantes segundo Eriksson *et al.* (2014) é a orientação empreendedora. Esta CD requer a orquestração de ativos e recursos controlados pela organização. Refere-se ao nível de inovatividade dos empreendedores, habilidade de assumir riscos e proatividade, além de facilitar a reconfiguração de conhecimentos e outros recursos ao longo do tempo.

Quando a orientação empreendedora está inserida em um ambiente de negócios global, é necessário combiná-la às CDs de mentalidade global e consciência cultural. A consciência cultural significa a abertura e compreensão de outras culturas, enquanto a mentalidade global se refere à habilidade gerencial de alinhar operações complexas e até dispersas geograficamente (ERIKSSON et al., 2014). Estas últimas duas capacidades permitem e motivam os tomadores de decisão a reconhecerem oportunidades e a agirem proativamente em mercados globais, além de promover a orientação empreendedora.

O estudo conduzido por Eriksson *et al.* (2014) ilustra a importância de gerentes individuais e suas capacidades cognitivas, além da relevância da diversidade e da dinâmica na equipe de gestão. A consciência cultural não se restringe apenas à gerência, apresenta-se como uma característica comum de toda a organização. Além disso, quanto à mentalidade global, os autores observaram que a empresa conseguia alcançar a expansão global em seu nicho de mercado, com um foco especial em mercados emergentes.

A heterogeneidade de capacidades cognitivas pode produzir heterogeneidade de CDs gerenciais entre os administradores da organização, o que contribui para um desempenho diferente das organizações sob condições de mudança (HELFAT e PETERAF, 2014). Ainda que os gestores apresentem as características das capacidades cognitivas, se não houver capacidades gerenciais relevantes não será possível explorar as oportunidades existentes (ERIKSSON et al., 2014).

Segundo Bogodistov (2013), o conceito das CDs gerenciais acrescenta incentivos gerenciais à noção de uma mudança organizacional deliberada, ou seja, elas são necessárias para mudar as capacidades, rotinas e base de recursos existentes. No contexto desta dissertação, as capacidades gerenciais foram analisadas em nível individual, que referem-se às capacidades dos gestores de mudar os processos atuais e complementar ou substituí-los por novos. Isto inclui a

possibilidade de implementar novos padrões de ações, adquirir ou realocar os recursos existentes (BOGODISTOV, 2013).

Desde um ponto de vista comportamental, é necessário compreender o papel das capacidades gerenciais na orquestração de recursos, projeção de modelos de negócios, promoção de mudanças e inovações, na tomada de decisão e na liderança (TALLOTT e HILLIARD, 2016). Outras iniciativas que as capacidades gerenciais podem promover são o incentivo à cooperação, diminuição da resistência às mudanças e o investimento em novas habilidades e ativos (HELFAT e PETERAF, 2014).

As capacidades gerenciais são essenciais para dirigir a empresa ao longo do tempo. Fazem parte do processo de construir, integrar, reconfigurar e competitivamente reposicionar recursos e capacidades da organização (ADNER e HELFAT, 2003), que, de fato, afetam o desempenho da mesma (HELFAT e PETERAF, 2014). Devem se desenvolver lentamente, mas é possível melhorá-las através da experiência (ERIKSSON et al., 2014).

Quando se consideram novos entrantes no mercado ou em estágios iniciais, o desenvolvimento e refinamento da sua competência principal, em termos de capacidades gerenciais, aprimora o desenvolvimento de novos produtos no mercado (PARK et al., 2020).

O grupo de capacidades gerenciais é necessário não apenas nas organizações pioneiras. É importante para apoiar e ajustar a base de recursos em direção à uma maior eficiência organizacional (OLIVA et al., 2019). Este grupo abrange também a capacidade de inovar, desenvolver conhecimento e uma rede de recursos para obter vantagem competitiva (EVERS, 2011).

No esquema apresentado (FIGURA 4), fazem parte das capacidades gerenciais para esta dissertação a capacidade analítica e a competência em interface. Fortes capacidades analíticas são essenciais para o desenvolvimento de uma base de conhecimento, assim como para um entendimento profundo sobre relacionamentos de causa e efeito entre as organizações (DOSI et al., 2002). Quanto mais profundamente se deseja investigar um processo, mais poderosas são as capacidades analíticas requeridas.

A capacidade analítica é um requisito para alcançar novas habilidades em gestão, dividir os processos da empresa em porções fáceis de controlar e monitorar e também serve para construir e desenvolver novas estruturas de governança. Os

gestores da empresa precisam ser ágeis o suficiente para compreender sinais de sensibilidade no ambiente em que estão inseridos, para processar e controlar a informação coletada e explorar suas oportunidades efetivamente (ERIKSSON et al., 2014).

A competência em interface diz respeito às habilidades dos gerentes em coordenar diferentes atores do seu micro e macro ambiente, tendo em foco a estratégia da organização principal, ou seja, realizar conexões entre partes interessadas integrando-as em uma única estratégia (ERIKSSON et al., 2014). Em seu estudo de caso, Eriksson *et al.* (2014) frisam a importância desta competência, ao sugerirem que o desempenho da organização seja dependente de como os objetivos das partes interessadas são alinhados com a estratégia da organização principal.

A competência em interface também abrange a consciência dos riscos das parcerias e do comportamento oportunista em potencial, bem como a capacidade de lidar com eles e a maneira de gerenciá-los (ERIKSSON et al., 2014). Além disto, envolve a configuração e reconfiguração da rede de parceiros da organização, entendendo e reconhecendo o que motiva e incentiva cada ator, ademais de seus valores ao realizarem negócios.

A capacidade analítica e a competência em interface parecem estar profundamente interligadas. Segundo Eriksson *et al.* (2014), a capacidade analítica inclui habilidades que facilitam a coordenação e o gerenciamento da cadeia de valor, enquanto a competência em interface abrange a seleção dos parceiros externos da cadeia, a verificação de sua aplicabilidade e a negociação de contratos.

As capacidades gerenciais, de acordo com Eriksson *et al.* (2014), se baseiam nas capacidades cognitivas e são mais visíveis; ao mesmo tempo, as gerenciais são pré-requisitos para as capacidades organizacionais, uma vez que as organizações são compostas por indivíduos.

Ainda que as capacidades gerenciais aumentem o processamento de informações, aprimorem a capacidade de discriminação entre alternativas e aumentem a inovação (KENNY e FAHY, 2011), não é sinônimo de obter bons resultados financeiros, pois mesmo que hajam opções disponíveis, não se sabe se as tomadas de decisão escolhidas serão as melhores (BOGODISTOV, 2013).

As capacidades gerenciais por si só também não garantem sucesso à organização; precisam ser combinadas às capacidades organizacionais (ERIKSSON

et al., 2014). As CDs organizacionais se baseiam nos dois conjuntos apresentados anteriormente e são os mais visíveis para o mundo externo. Elas auxiliam a integração, organização de recursos e conhecimento, e não apenas a rápida aplicação deste último (OLIVA et al., 2019).

Kusunoki *et al.* (1998) sugerem que para definir as capacidades organizacionais, é preciso levar em conta alguns elementos. As capacidades organizacionais não são facilmente obtidas no mercado. São difíceis de copiar, por apresentarem características específicas da empresa, são formadas e acumuladas através de aprendizado contínuo e de longo prazo; e, além disto, apresentam características de dependência da trajetória.

Teece *et al.* (2016), ao definirem o conceito de CDs, se referem amplamente às capacidades organizacionais, que permitem às organizações responder rapidamente e continuamente às demandas e mudanças no mercado. As capacidades organizacionais são necessárias para realizar as atividades principais da empresa e contribuir para a heterogeneidade da mesma (SALEHI et al., 2018).

Manifestando sólidas capacidades organizacionais, equipes ou gestores podem utilizar um conjunto de recursos limitados para criar um pacote único de ativos que ajuda a estabelecer vantagem competitiva sustentável no estágio inicial do desenvolvimento dos negócios (BARNEY, 1991). As capacidades organizacionais têm o potencial de serem uma fonte de vantagem competitiva sustentável a longo prazo (KUSUNOKI et al., 1998).

Ambientes de alto aprendizado tendem a ser complexos e mudam rapidamente (BALASUBRAMANIAN, 2011). A experiência da *startup* relacionada ao desenvolvimento e renovação de capacidades organizacionais se torna mais relevante neste contexto e, portanto, as diferenças de desempenho entre empresas se tornam mais amplas nesses ambientes.

Equipes empreendedoras apresentam maior domínio de capacidades organizacionais, ou seja, *startups* fundadas por equipes geralmente são mais bem-sucedidas do que empresas fundadas por empreendedores únicos (YE, 2018). As capacidades organizacionais são formadas pelas habilidades das equipes empreendedoras e as maneiras que combinam ativos, pessoas e processos de riscos.

Quando as organizações começam a crescer, precisam de fortes capacidades organizacionais para adquirir e reorganizar os recursos constantemente e transformá-los em resultados de sucesso (YE, 2018). A agilidade, por exemplo, é

um importante atributo relacionado às capacidades organizacionais, que precisa ser desenvolvido pelas organizações que buscam tal desenvolvimento sustentável (OLIVA et al., 2019).

O reconhecimento das congruências e complementaridades entre processos da organização é fundamental para a compreensão das capacidades organizacionais. Elas podem ajudar a explicar por que inovações radicais são tão frequentemente introduzidas no setor por novos participantes (TEECE et al., 1997).

Exemplos de capacidades organizacionais são dados por Balasubramanian (2011). Entre eles, estão a configuração e otimização de interações entre *marketing*, vendas e manufatura; previsão, níveis e mix de estoque; frequência de alterações no *design* do produto; configuração de padrões de equipe; organização do trabalho, recursos humanos e práticas de remuneração; e, entre outros, programas de incentivo.

Nesta dissertação, são utilizadas como suporte das categorias de análise as capacidades organizacionais abordadas por Eriksson *et al.* (2014), que são as CDs absorptivas e também a flexibilidade.

A flexibilidade é uma vantagem das pequenas organizações, por poderem tomar rápidas decisões e responder ao mercado agilmente. Isto significa que seus tamanhos não são necessariamente limitações para as *startups* em estágios iniciais (YE, 2018; SUTTON, 2000). A flexibilidade é um dos elementos, além da velocidade, do aprendizado e resposta à mudanças, que caracterizam o desenvolvimento ágil deste tipo de organizações (OLIVA et al., 2019).

A flexibilidade é essencial no contexto das *startups*, e por isso o uso de metodologias ágeis tem sido implementadas, permitindo a adoção de mudanças, a adaptação da estratégia e de modelos de negócios (GIARDINO et al., 2014). Uma liderança consciente a respeito da inovação auxilia as iniciativas e a identificação destas fases transitórias de um modelo a outro (SEXTON e BARRETT, 2003). Permite também o aumento da qualidade do produto, maior eficiência dos projetos e rápida adaptabilidade dos processos (SUTTON, 2000).

Nas *startups*, a flexibilidade melhora o desempenho da empresa, é importante para sua sobrevivência (WU, 2007) e pode ser palpável através de uma estrutura mais orgânica e horizontal. As *startups* podem apresentar também sistemas mais flexíveis que facilitam a rápida apreensão e adaptação em face às mudanças (OLIVA et al., 2019).

O estudo de caso de Eriksson *et al.* (2014) demonstra uma maneira de alcançar a flexibilidade, quando foi tomada a decisão de terceirizar toda a produção para um parceiro manufatureiro de outro país. Não foi uma decisão fácil para a organização principal, mas necessária para o custo do produto permanecer viável e assim a mesma conseguir reconfigurar seus recursos e atender em escala global.

Mais do que a estrutura, a flexibilidade possui um papel importante no desenvolvimento dos processos de uma *startup*. Demonstra-se necessária devido à não ser possível controlar todas as condições externas, e por isso serve para acomodar mudanças no pessoal, infraestrutura, especificações do produto, níveis de recursos e organizar prioridades (SUTTON, 2000). Além disso, a flexibilidade requer dois tipos de aprendizados em *startups*: a rápida aquisição de novos conhecimentos e o ato de desaprender práticas que se tornaram obsoletas (ERIKSSON *et al.*, 2014).

Segundo Shi *et al.* (2014), capacidades baseadas em flexibilidade são benéficas para a criação de negócios, principalmente para organizações com um ciclo curto de vida do produto, como por exemplo *startups* de criação de *softwares*. Este nicho de *startups* opera em um ecossistema hiper competitivo e sua flexibilidade torna-se ainda mais importante para sua sobrevivência.

A capacidade absorativa e a flexibilidade são ambas capacidades extremamente importantes na estrutura das três dimensões de CDs (ERIKSSON *et al.*, 2014). A flexibilidade é crucial na reconfiguração de recursos; e, a primeira, é requerida para o aproveitamento de oportunidades. Além disso, segundo Eriksson *et al.* (2014), renovação e desenvolvimento só ocorrem na organização se a mesma apresentar ambas capacidades organizacionais.

Segundo Eriksson *et al.* (2014), um nível mínimo de capacidade absorativa é um pré-requisito para a flexibilidade, em relação à elasticidade das fronteiras organizacionais e adaptação ao ambiente turbulento que as organizações se encontram. A capacidade absorativa é a habilidade de entender a importância de certas informações, absorvê-las e aplicá-las (COHEN e LEVINTHAL, 1990).

De acordo com Newey e Zahra (2009), a CD absorativa é um dos mecanismos-chave pelo qual as capacidades são desenvolvidas e interconectadas. Além disso, quanto maior o nível de capacidades absorativas, maior será a capacidade de aprendizado da organização, focando em processos de mudanças, modificações e inovações (TAKAHASHI, 2005).

Uma maior adesão da capacidade absorptiva favorece, segundo Takahashi (2005), o desenvolvimento do ambiente em direção à aprendizagem. A aquisição de tecnologias mais complexas contribui para um ambiente mais favorável ao desenvolvimento de CDs de aprendizagem. A capacidade absorptiva também molda os mecanismos em uma rede para interconectar CDs e capacidades operacionais (NEWHEY e ZAHRA, 2009).

A capacidade absorptiva impacta no desenvolvimento de outras capacidades e pode sofrer influência positiva de fatores como combinação de interesses mútuos entre parceiros e a interação aberta com estes (ERIKSSON et al., 2014). Ela também pode ser aprimorada quando há rotação de tarefas e atividades na organização.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, foram expostos os procedimentos metodológicos adotados para condução deste estudo, ou seja, o caminho que proporciona resposta à questão de pesquisa empreendida.

Na primeira seção deste capítulo, são apresentadas as questões de pesquisa; em seguida, definido o delineamento da pesquisa, onde se estabelece o formato qualitativo. A seguir é descrita a tipologia em relação aos objetivos; e, na próxima seção, a tipologia em relação aos procedimentos, onde foi escolhido o uso de estudo de casos múltiplos. Também é apresentado o cronograma da pesquisa (APÊNDICE C).

3.1 QUESTÕES DE PESQUISA

A questão de pesquisa é a questão central que conduz todo o estudo (CRESWELL e CRESWELL, 2018). Segundo Saldaña e Omasta (2017), é necessário delineá-la adequadamente para fornecer lentes, filtros e ângulos de investigação que irão focar o olhar do pesquisador para aquilo que é relevante dedicar-se. A seguir são apresentadas as subquestões de pesquisa, que mostram o direcionamento do estudo, baseadas nos objetivos específicos delineados na introdução deste trabalho. São elas:

- i) Quais são as etapas e como se deu o processo de avaliação de tal *startup*?
- ii) Existiram CDs embrionárias nesta trajetória, considerando as categorias de CDs cognitivas, gerenciais e organizacionais?
- iii) Como se configuraram as CDs embrionárias no processo de avaliação?
- iv) Houve elementos não contributivos ao processo de seleção e decisão de investimento que sejam relacionados às CDs embrionárias?

3.2 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Com relação à natureza das variáveis, tecnicamente a pesquisa qualitativa identifica a presença ou ausência de algo, enquanto a quantitativa procura medir o grau em que algo está presente (MATTAR 1993a, p.81).

Esta pesquisa caracteriza-se como de natureza qualitativa quanto à abordagem do problema. Serve para explorar e compreender o significado que os indivíduos ou grupos atribuem a um problema social ou humano (COLLIS e HUSSEY, 2005; CRESWELL e CRESWELL, 2018). A pesquisa qualitativa parte do fundamento que existe uma interdependência viva entre sujeito e objeto, um vínculo indissociável entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito (CHIZZOTTI, 1991). Os atores sociais envolvidos na pesquisa qualitativa são levados a repensar suas ações e as consequências de tais atos para a realidade na qual estão inseridos (SILVA, 2014).

Segundo Creswell e Creswell (2018), estudos qualitativos possuem uma estrutura flexível; o pesquisador faz interpretações a partir dos dados coletados; destaca o estilo indutivo e relata a complexidade de uma situação. Pode ser uma pesquisa narrativa, fenomenologia, teoria fundamentada, etnografias ou ainda estudos de caso, sendo esta última a escolhida.

3.3 TIPOLOGIA DE PESQUISA QUANTO AOS OBJETIVOS

Com relação aos objetivos, a pesquisa pode ser classificada como descritiva. Na pesquisa descritiva, os pesquisadores geralmente possuem um amplo conhecimento do objeto de estudo, devido aos resultados apontados por pesquisas anteriores (GIL, 1999). Este tipo de pesquisa serve como um primeiro estágio de estudos que procura verificar relações de causalidade, ou associar variáveis dependentes (GLESSLER, 2004) e descreve características de determinada população ou fenômeno (GIL, 1999). Com base nos objetivos específicos propostos, a pesquisa descritiva mostra-se como a melhor opção para este estudo.

A pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los; de acordo com Rampazzo (2005), estuda fatos e fenômenos do mundo físico e, especialmente, do mundo humano, sem a interferência do pesquisador. A pesquisa descritiva busca conhecer situações, relações e fenômenos que ocorrem na vida social, política, econômica e demais aspectos do comportamento humano.

O estudo descritivo consiste na descrição das características, processos, mecanismos, propriedades e relações existentes na comunidade, grupo ou realidade pesquisada (NEUMAN, 1997; RAMPAZZO, 2005). Outro aspecto que pode ser apontado é que este tipo de estudo favorece a tarefa da formulação clara do problema e da hipótese como tentativa de solução, em alguns casos onde a formulação de hipóteses é viável.

3.4 TIPOLOGIA DE PESQUISA QUANTO AOS PROCEDIMENTOS

Quanto aos procedimentos, optou-se por utilizar a estratégia de estudo de casos múltiplos. A escolha deste delineamento se deu por que o estudo procura aprofundar o conhecimento sobre uma determinada realidade específica. Os casos múltiplos se justificam devido à complexidade na coleta de dados e na análise. As evidências resultantes de casos múltiplos são consideradas mais convincentes (YIN, 2005) e compreende-se que a ampliação do enfoque para mais de um caso é relevante por possibilitar que comparações sejam feitas, garantindo assim, uma maior consistência dos dados obtidos (YIN, 2018).

Segundo Yin (2010), o estudo de caso é o mais apropriado para investigar um fenômeno contemporâneo dentro de um contexto real que envolve inúmeras variáveis complexas no seu inter-relacionamento. A relação entre entidades e organizações pode ser encontrada em qualquer âmbito ou nível de interação e interesses. Considerando o envolvimento da *startup* e de seu respectivo investidor e que a realidade já existe, as variáveis estudadas tem como objetivo discutir um fenômeno que não foi analisado da mesma maneira anteriormente. Não se busca a formação de algo novo no sentido de criar uma situação ou ambiente em que os atores analisados já não estejam envolvidos.

Em relação ao objeto da pesquisa, o estudo de caso restringe os elementos em estudo e aprofunda-se no número de categorias. O presente estudo se aprofunda em relação à investigação das CDs embrionárias no processo de seleção de *startups* que receberam o investimento de terceiros. As variáveis que foram utilizadas têm como intuito conhecimento de fatos já existentes e percepções sobre as CDs embrionárias, assim como a formulação de novos itens e respostas a partir da amostra pesquisada.

Os passos para desenvolver um estudo de caso, para a mesma autora Glessler (2004), são: i) a identificação de pontos críticos, em uma fase exploratória; ii) a delimitação do estudo, caracterizando a unidade e levantando suas relações internas e externas, intervenções, políticas, e outras atividades relacionadas com o objeto em estudo; iii) o estabelecimento do objetivo e enunciado do problema; iv) realização do desenho da pesquisa, verificando que tipo de dado está disponível, definindo os processos e instrumentos que serão usados para coleta de dados; v) coletar dos dados; vi) organização das informações, analisando-as para formar uma

coerente e bem integrada reconstrução da unidade em estudo; e vii) os relatos dos resultados e discussão de sua significância.

Para Rodrigo (2008), os estudos de caso enfatizam a interpretação contextual. Para melhor compreender a manifestação geral de um problema, deve-se relacionar as ações, os comportamentos e as interações das pessoas envolvidas com a problemática da situação a que estão ligadas. Estes estudos se caracterizam por serem intensivos e é levada em consideração principalmente a compreensão, como um todo, no assunto investigado. Todos os aspectos são investigados e podem até aparecer relações que de outras formas não seriam descobertas (FACHIN, 2001).

3.4.1 Critérios para Seleção dos Casos

As unidades de análises para as entrevistas semi-estruturadas foram os investidores responsáveis pela seleção de cada *startup*. Segundo Yin (2010), os casos precisam ser selecionados tendo em vista resultados semelhantes ou contrastantes. Para a realização do estudo de casos múltiplos aqui proposto, foram selecionados seis investidores de *startups*, que se enquadrem como investidores de VC ou investidores-anjo.

O número de seis casos foi selecionado de acordo com a proposta de Eisenhardt (1989). Com isto, espera-se alcançar profundidade nas discussões e enriquecer o modelo conceitual utilizado de acordo com o encontrado na prática. Nesta pesquisa, foi utilizada a estratégia de bola de neve. A amostragem por bola de neve é chamada também de *snowball* ou cadeia de informantes (PENROD et al., 2003). Ocorrem indicações ou referências de um indivíduo a outro, possibilitando a existência de uma confiança entre as unidades de análise, que não existiria sem esta abordagem (BIERNACKI e WALDORF, 1981). Nesta estratégia, membros da população que possuem maior visibilidade social e uma rede maior de contatos tem mais chances de serem indicados.

3.4.2 Fontes de Evidências

Para o adequado desenvolvimento de estudo de casos múltiplos, é fundamental realizar o planejamento do conjunto de técnicas de coleta de dados. O plano resultante deve indicar as fontes de evidências, que podem apresentar pelo menos seis origens: documentos, registros em arquivos, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos (YIN, 2018).

Com o uso da estratégia bola de neve, foram levantados investidores de *venture capital* ou investidores-anjo. Para responder ao problema de pesquisa aqui proposto, entrevistas semiestruturadas foram utilizadas para coleta de dados primários, que, segundo Denzin e Lincoln (2018), melhoram o potencial de aproveitamento de diálogos, e permitem o acompanhamento por ângulos selecionados pelo entrevistado.

O instrumento (APÊNDICE B) compreendeu questões abertas, com o intuito de se obter dados mais relevantes ao problema proposto. Nesta modalidade de questões, as respostas ficam a cargo do entrevistado (ALENCAR, 1999). As entrevistas permitem o contato interpessoal, a sensibilidade contextual e a flexibilidade de conversação ao máximo (DENZIN e LINCOLN, 2018). Além disso, seu objetivo é adquirir as descrições concretas do entrevistado em vez de reflexões abstratas ou teorizações.

O instrumento foi elaborado para atender as subquestões de pesquisa e foi construído a partir dos dados teóricos e categorias de análise. As entrevistas foram gravadas com expressa autorização das partes, através do termo de consentimento (APÊNDICE A), para transcrição de seu conteúdo a fim de obter dados de qualidade alta (MORSE, 2018). Os áudios foram transcritos com o auxílio da ferramenta *Amazon Transcribe* e importadas ao *Software Atlas ti 7* para análise de dados através da análise de conteúdo.

A coleta dos dados secundários foi feita para suprir todas as subquestões de pesquisa, a fim de confirmar informações obtidas nas entrevistas. A análise de documentos incluiu *checklists*, questionários, *websites* e ferramentas utilizadas pelos investidores na avaliação de investimentos.

Tendo em vista a utilização de fontes de evidências distintas para a coleta dos dados, é possível afirmar que a triangulação do estudo de caso será alcançada

(FLICK, 2018). A triangulação, segundo Yin (2018) auxilia a qualidade da pesquisa ao permitir o desenvolvimento de linhas convergentes de investigação.

3.5 ANÁLISE DOS DADOS

Neste estudo optou-se pela realização da análise de conteúdo com apoio do *Software Atlas ti 7*. Segundo Bardin (1977), a análise de conteúdo é um conjunto de procedimentos de análise sistemático e objetivo para descrever o teor do conteúdo em análise. A análise de conteúdo pode ser considerada uma abordagem de caráter social, pois visa produzir inferências do texto para o contexto social de forma objetiva (BAUER e GASKELL, 2002).

Bardin (2011) propõe a realização de três etapas para realização da análise de conteúdo. A primeira, na pré-análise, as entrevistas e documentos já devem estar transcritos e efetua-se a organização do material a ser investigado. Tal sistematização serve para que o analista possa conduzir as operações sucessivas de análise, considerando exaustividade, homogeneidade, pertinência (BARDIN, 1977) e representatividade (BARDIN, 2011).

A segunda fase é a exploração do material, que codifica, recorta em unidades de registro e classifica as informações analisadas. Nesta pesquisa, os dados foram coletados e analisados através da análise de conteúdo e os passos propostos por Bardin (2011). Para suportar estas três etapas, foi utilizado o *software Atlas ti 7*, a fim de auxiliar a organização, categorização e arquivo dos dados coletados. O programa disponibiliza recursos e facilidades que otimizam a organização do material, principalmente quando há um volume substancial de informações a serem analisadas (BARBOSA, 2006).

A última fase é o tratamento dos resultados, inferência e interpretação, que capta os conteúdos e busca-se ressaltar aspectos semelhantes e distintos encontrados nas categorias (BARDIN, 2011). Os achados desta fase são apresentados na seção 5.

3.6 RIGOR NOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para alcançar o rigor metodológico e certeza do investigador na pesquisa qualitativa, é necessário abranger tópicos a respeito de estratégias de validação, que podem ser divididos entre validade do construto, interna, externa (MORSE, 2018; YIN, 2018) e também de confiabilidade (YIN, 2005; 2018). As primeiras garantem a abrangência do tópico e domínio e inclui diferentes tipos de dados e conjuntos de dados. A confiabilidade pode ser alcançada quando um pesquisador consegue chegar a resultados semelhantes utilizando passos de pesquisadores anteriores. A validade interna é necessária apenas para estudos explanatórios ou causais.

A validade é um elemento que deve ser construído ao longo da pesquisa e não apenas ser apresentada como resultado isolado de um teste, métricas ou medidas preventivas (JUNIOR et al., 2019). Para consolidar as abordagens de Junior *et al.* (2019), Morse (2018) e Yin (2005, 2018), O QUADRO 2 apresenta a forma como cada um destes tópicos foi empregado neste estudo.

QUADRO 2 – RIGOR METODOLÓGICO

Critério	Elemento	Abordagens teóricas	Procedimento realizado nesta dissertação
Validade	Validade do construto	Uso de fontes distintas de dados, como entrevistas semi-estruturadas e análise de documentos (YIN, 2005); escolha de entrevistados, seleção de documentos, análise de dados através de múltiplas fontes de dados (JUNIOR et al., 2019).	Se traduz neste estudo na triangulação entre as técnicas de entrevistas semi-estruturadas e análise documental.
	Validade Interna	Não aplicável a esta pesquisa	Não se adequa ao modelo desta dissertação.
	Validade Externa	Utiliza lógica da replicação em estudos de casos múltiplos segundo Yin (2005); estabelecimento dos limites, <i>design</i> e domínio da pesquisa (JUNIOR et al., 2019).	Assegura-se a replicação metodológica deste estudo em outros contextos e o confronto com aspectos teóricos.
Confiabilidade		Foi realizado um protocolo de estudo de caso segundo Yin (2018) e roteiro de entrevistas para ser seguido com todos os entrevistados. Os dados serão armazenados na nuvem para armazenagem e posterior compartilhamento. Foi realizada codificação e análise de dados sistemática (JUNIOR et al., 2019) através do <i>software</i> Atlas ti 7.	Neste estudo foi adotado um protocolo de pesquisa (Apêndice D) para padronizar os procedimentos em campo.

Fonte: A autora (2021).

3.7 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS

Neste tópico apresentam-se as definições constitutivas e operacionais dos construtos (QUADRO 3), além da construção das questões utilizadas no roteiro de entrevista. Incluem-se aqui as CDs embrionárias que são compostas pelas CDs cognitivas, gerenciais e organizacionais. As definições constitutivas são definições de dicionário ou vocabulário e as operacionais atribuem significados que operacionalizam a mensuração ou manipulação de um construto (KERLINGER, 2009). As definições constitutivas e operacionais em pesquisas qualitativas são representadas por categorias de análise (LAVILLE e DIONNE, 1999).

QUADRO 3 – COMPONENTES, DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS E CÓDIGOS

Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
1	Orientação Empreendedora	Requer a orquestração de ativos e recursos controlados pela organização. Refere-se ao nível de inovatividade dos empreendedores, habilidade de assumir riscos e proatividade, além de facilitar a reconfiguração de conhecimentos e outros recursos ao longo do tempo (ERIKSSON et al., 2014).	(a) identificação dos recursos tangíveis da organização, de acordo com a sua natureza produtiva. (b) identificação recursos intangíveis da organização, de acordo com suas características distintivas. (c) Identificação do desenvolvimento de novos produtos ou serviços. (d) Identificação de riscos do micro e macroambiente.
	i. Quais recursos da startup eram essenciais para seu funcionamento no momento de avaliação da mesma? (a) (b) (Ex: físicos, humanos, financeiros, licenças, transferência de tecnologia, patentes, direitos autorais).		Recursos Novos produtos ou serviços Riscos
	ii. Qual era o diferencial dos produtos/serviços oferecidos? (c)		
	iii. Como você fez para identificar barreiras e riscos antes do investimento ocorrer? Quais ferramentas utilizou? (d)		
Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
2	Consciência Cultural	A consciência cultural significa a abertura e compreensão de outras culturas (ERIKSSON et al., 2014).	(a) Identificação de conhecimento dos parceiros e clientes. (b) Descrição dos valores importantes nas relações. (c) Identificação de padrões de consumo dos clientes. (d) Identificação de barreiras políticas, econômicas e sociais nos mercados e regiões que atuam. (e) Identificação de barreiras tecnológicas.
	i. Quem eram os principais parceiros e atores chave nas atividades da startup? (a)		Escolha de parceiros e fornecedores Barreiras Novas tecnologias Padrões de consumo
	ii. Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) (b)		
	iii. Por que os clientes escolhiam esta startup? (c)		

iv. Como você fez para identificar barreiras e riscos antes do investimento ocorrer? Quais ferramentas utilizou? (d) (e)

Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
3 Mentalidade Global	A mentalidade global se refere à habilidade de alinhar operações complexas e até dispersas geograficamente (ERIKSSON et al., 2014).	(a) Identificação do mercado ou escopo de atuação da organização. (b) Identificação do Portfólio de produtos e serviços. (c) Descrição de estratégias de expansão futuras. (d) Identificação do compartilhamento e troca de recursos, habilidades, conhecimentos com terceiros.	Mercado de atuação Expansão Benchmarks e trocas Portfólio
i.	Como avaliou o mercado que a startup atuava, no momento da seleção? (a)		
ii.	Quais produtos/serviços ela oferecia no momento do investimento? (b)		
iii.	Haviam planos ou necessidade de expansão de portfólio? E de mercado? Quais eram e como eram gerenciados? (c)		
iv.	A startup fazia benchmarks com parceiros ou concorrentes? Como ocorria? (d)		
Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
4 Capacidade Analítica	São habilidades que facilitam a coordenação e gerenciamento da cadeia de valor. É requisito para alcançar novas habilidades em gestão, dividir os processos da empresa em porções fáceis de controlar e monitorar e também serve para construir e desenvolver novas estruturas de governança (ERIKSSON et al., 2014).	(a) Descrição da Interpretação de sinais do ambiente de negócios. (b) Interpretação da lógica de negócio de seus parceiros e análise de compatibilidade com a startup. (c) Descrição do relacionamento dos recursos às práticas e processos da organização. (d) Descrição do controle e processamento das informações coletadas interna e externamente.	Habilidades em Gestão Análise de micro e macro ambiente Estrutura de Governança Controle de informações
i.	A investida monitorava seus concorrentes e mercado? De qual maneira? (a)		
ii.	Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) (b)		
iii.	Como era o dia a dia da startup e como se organizava? (c) (d)		

Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
5 Competência em Interface	A habilidade da organização em coordenar organizações externas, integrando contatos e atividades em uma única estratégia (ERIKSSON et al., 2014).	(a) Descrição dos sujeitos-chave nas atividades da startup. (b) Descrição do Processo de seleção de parceiros. (c) Identificação dos principais grupos de interesse internos e externos à organização. (d) Identificação das principais relações que sustentam o cotidiano organizacional. (e) Identificação do processo de comunicação com os parceiros da cadeia de valor. (f) Identificação de Contratos existentes e processo de formulação dos mesmos.	Identificação dos sujeitos-chave Comunicação com sujeitos-chave Relações formais Relações informais
i.	Quem eram os principais parceiros e atores chave nas atividades da startup? (a) (c) (d)		
ii.	Quais destas relações eram formalizadas por contrato? (f)		
iii.	Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) (b)		
iv.	Como ocorria a comunicação com estes atores? (e)		
Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
6 Flexibilidade	É um dos elementos que caracterizam o desenvolvimento ágil das startups (OLIVA et al., 2019). Permite a adoção de mudanças e a adaptação da estratégia de negócios (GIARDINO et al., 2014).	(a) Identificação de práticas obsoletas; (b) Descrição do organograma da startup. (c) Descrição de processos e produção internos. (d) Descrição de processos e produção terceirizada/comprada de terceiros. (e) Identificação da Periodicidade de revisão/adaptação da estratégia e modelo de negócios. (f) Descrição da escolha de prioridades.	Resposta às mudanças Modelo de negócios Adaptação e flexibilidade Estrutura organizacional Tomada de decisão
i.	Haviam processos, fatores no dia-a-dia da startup que, com a sua experiência, enxergava possibilidade de otimizar? (a)		
ii.	E o modelo de negócios no momento do investimento? Como era? Havia possibilidade ou necessidade de adaptação? (e)		

-
- iii. Como era o dia a dia da startup e como se organizava? (b) (c) (d)
 - iv. Como se tomavam decisões quando os recursos eram escassos? (f)
-

Componente das CDEs	Descrição	Indicadores	Códigos
7 Capacidade Absortiva	É a habilidade de entender a importância de certas informações, absorvê-las e aplicá-las (COHEN e LEVINTHAL, 1990) e molda os mecanismos em uma rede para interconectar CDs e operacionais (NEWHEY e ZAHRA, 2009).	(a) Descrição da comunicação dos atores internos e externos. (b) Descrição da integração de sistemas (interna e externamente); (c) Realização de treinamentos internos e externos; (d) Descrição da distribuição de atividades internas e job rotation.	Treinamento e desenvolvimento Uso e coleta de informações externas Comunicação interna e externa Distribuição de atividades internas
i.	Quem eram os principais parceiros e atores-chave nas atividades da startup? (a)		
ii.	Conversou com algum deles antes de decidir pelo investimento? (a)		
iii.	Havia algum sistema interno para armazenamento e comunicação de dados? (b)		
iv.	Havia interação destes sistemas com atores externos? (Ex: fornecedores, armazéns) (b)		
v.	Ocorria alguma prática de estímulo, apoio, treinamento ou desenvolvimento para os colaboradores? (c)		
vi.	Como era o dia a dia da startup e como se organizava? (d)		

Fonte: A autora (2021).

A análise dos dados utilizou o *software* Atlas ti 7 e a análise de conteúdo, a fim de sistematizar as discussões da análise. A primeira etapa da codificação foi realizada com base nas proposições teóricas e nos códigos inferidos com base em literatura conforme demonstrado no QUADRO 3. Estes códigos foram revisitados continuamente durante a pesquisa conforme a aproximação com o campo e o refinamento do referencial teórico.

3.8 SUMÁRIO METODOLÓGICO

O QUADRO 4 sintetiza procedimentos, as concepções, abordagens e métodos de pesquisa utilizados neste estudo.

QUADRO 4 – SUMÁRIO METODOLÓGICO

Abordagem	<ul style="list-style-type: none"> • Estudo Qualitativo
Quanto aos Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> • Descritivos
Estratégia de Pesquisa quanto aos Procedimentos	<ul style="list-style-type: none"> • Estudo de Casos múltiplos
Fontes de Evidências	<ul style="list-style-type: none"> • Entrevistas semiestruturadas • Documentos
Método de análise dos dados	<ul style="list-style-type: none"> • Análise de conteúdo • Software Atlas ti 7

Fonte: A autora (2021).

3.9 MATRIZ DE AMARRAÇÃO

A matriz de amarração apresentada (QUADRO 5) apresenta os objetivos específicos do estudo com as capacidades propostas no modelo conceitual e seus componentes, além das questões do instrumento da coleta de dados.

QUADRO 5 – MATRIZ DE AMARRAÇÃO

Objetivos específicos	Capacidades Dinâmicas Embrionárias	Capacidades Componentes	Questões do Instrumento de Coleta
i) Compreender as etapas do processo de seleção e avaliação da <i>startup</i> ;			Como busca e seleciona startups? Quais são as fases do processo de avaliação e como ocorrem? Existe alguma ferramenta que apoie este processo?
ii) Identificar a existência de CDs embrionárias a partir dos códigos e categorias de capacidades cognitivas, gerenciais e organizacionais;	Cognitivas	Orientação Empreendedora	Quais recursos da startup eram essenciais para seu funcionamento no momento de avaliação da mesma? (Ex: físicos, humanos, financeiros, licenças, transferência de tecnologia, patentes, direitos autorais). Qual era o diferencial dos produtos/serviços oferecidos? Como você fez para identificar barreiras e riscos antes do investimento ocorrer? Quais ferramentas utilizou?
iii) Descrever como as CDs embrionárias se configuram no processo de avaliação das <i>startups</i> ;		Consciência Cultural	Quem eram os principais parceiros e atores chave nas atividades da startup? Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) Por que os clientes escolhiam esta startup? Como você fez para identificar barreiras e riscos antes do investimento ocorrer? Quais ferramentas utilizou?
iv) Levantar elementos não contributivos ao processo de seleção e decisão de investimento que sejam relacionados às CDs embrionárias.		Mentalidade Global	Como avaliou o mercado que a startup atuava, no momento da seleção? Quais produtos/serviços ela oferecia no momento do investimento? Haviam planos ou necessidade de expansão de portfólio? E de mercado? Quais eram e como eram gerenciados? A startup fazia benchmarks com parceiros ou concorrentes? Como ocorria?
	Gerenciais	Capacidade Analítica	A investida monitorava seus concorrentes e mercado? De qual maneira? Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) Como era o dia a dia da startup e como se organizava?
		Interface	Quem eram os principais parceiros e atores chave nas atividades da startup? Quais destas relações eram formalizadas por contrato? Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço) Como ocorria a comunicação com estes atores?

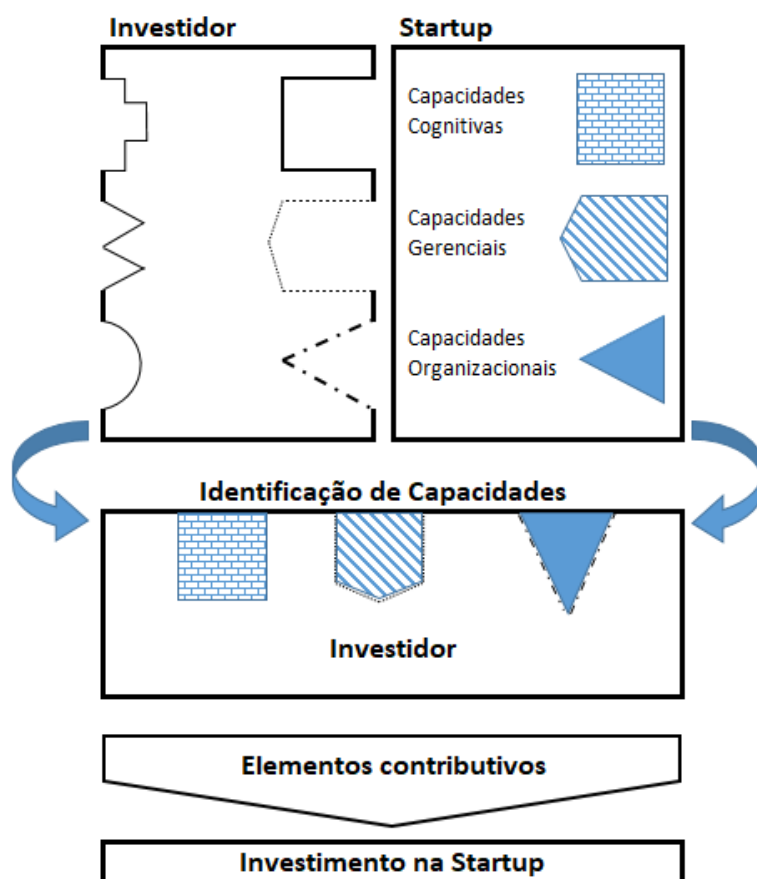
	Organizacionais	Flexibilidade	<p>Haviam processos, fatores no dia-a-dia da startup que, com a sua experiência, enxergava possibilidade de otimizar?</p> <p>E o modelo de negócios no momento do investimento? Como era? Havia possibilidade ou necessidade de adaptação?</p> <p>Como era o dia a dia da startup e como se organizava?</p> <p>Como se tomavam decisões quando os recursos eram escassos?</p>
		Capacidade Absortiva	<p>Quem eram os principais parceiros e atores-chave nas atividades da startup?</p> <p>Conversou com algum deles antes de decidir pelo investimento?</p> <p>Havia algum sistema interno para armazenamento e comunicação de dados?</p> <p>Havia interação destes sistemas com atores externos? (Ex: fornecedores, armazéns)</p> <p>Ocorria alguma prática de estímulo, apoio, treinamento ou desenvolvimento para os colaboradores?</p> <p>Como era o dia a dia da startup e como se organizava?</p>

Fonte: A autora (2021).

3.10 REPRESENTAÇÃO DO DESENHO DE PESQUISA

A partir do exposto nas seções anteriores e no problema de pesquisa, pode-se representar a presente pesquisa pela FIGURA 5.

FIGURA 5 – MODELO CONCEITUAL DA PESQUISA



Fonte: A autora (2021).

4 DESCRIÇÃO DOS CASOS

Esta seção descreve os seis casos analisados, descritos individualmente e identificados sob codinomes entre A e F. O Quadro 6 apresenta os sujeitos, número de entrevistas e número de documentos analisados. Cada caso foi estruturado para contemplar as etapas do processo de avaliação e os achados das CDs Embrionárias cognitivas, gerenciais e organizacionais. Para cada um destes grupos, foi seguida a sequência dos códigos (QUADRO 3) na descrição de cada caso.

Além disso, os Anexos 1, 2, 3, 4, 5 e 6 foram documentos fornecidos pelos entrevistados que serviram para a triangulação dos dados e foram inclusos na descrição dos referidos casos.

QUADRO 6 – Identificação dos sujeitos e evidências coletadas

Nome do Caso	Identificação do Investidor Entrevistado	Tipo de Investidor	Número de Entrevistas	Documentos analisados
A	Investidor A (IV A)	VC	1	4
B	Investidor B (IV B)	Investidor-anjo	1	0
C	Investidor C (IV C)	VC	1	1
D	Investidor D (IV D)	VC	1	2
E	Investidor E (IV E)	VC	1	3
F	Investidor F (IV F)	VC	1	1
Total			6	11

Fonte: A autora (2021).

4.1 CASO A

O IV A atua em um fundo de VC em Curitiba - PR, cujo foco é em *startups* em estágio de desenvolvimento, também chamadas de *early-stage*, que já possuam faturamento e um produto testado no mercado.

4.1.1 Fases do Processo de Investimento

No caso A, novos contatos podem ocorrer via *website* do fundo de VC, por *e-mail* ou via relacionamentos dos sócios. Para o IV A, também podem ocorrer de forma proativa, ou seja, o fundo inicia um contato com uma *startup* que tenha interesse em conhecer.

Independente da maneira como foi feito o primeiro contato, é agendada uma primeira reunião, com duração de aproximadamente uma hora. Tal apresentação é complementada com um material de apoio e discurso chamados de *pitch deck*, ou seja, uma história contada pela *startup* com informações assertivas, dados com referências e com estrutura fluida, propícia para fornecer *insights* aos investidores.

Nessa reunião, o IV A aborda diversos tópicos (ANEXO 1), como a descrição do problema que a empresa candidata resolve, quem é o cliente, para quem ela resolve tal problema. Abordam-se a solução, quem são os fundadores e principais colaboradores, canais de venda, concorrentes, mercado e *Market share*, ticket médio, aspectos quantitativos, entre outros.

Após o primeiro contato, ocorre uma reunião interna do fundo de VC onde as pessoas do fundo que estiveram nesta reunião primária com a *startup* apresentam, em poucos minutos, os pontos essenciais da oportunidade para os demais membros. Se a decisão for de prosseguir com as negociações, o fundo calcula o mercado total endereçável - em inglês, *Total Addressable Market* (TAM).

Se a oportunidade apresenta um mercado potencial suficiente para convencer o fundo, o IV A realiza diversas conversas e interações com a *startup*, que podem levar entre duas semanas até três meses. Os membros do fundo realizam então uma segunda reunião do comitê interno e iniciam uma fase de análise mais profunda, que pode levar até quatro semanas, chamada de *deep-dive*, abrangendo informações de clientes, produto, solução, cultura e time.

As informações coletadas são então pontuadas em categorias (ANEXO 2) e agrupadas por afinidade (*clusters*). São dadas pontuações, cujo exemplo de resultado encontra-se no ANEXO 2, e, ao final desta fase, através de uma votação por votos simples dos membros do fundo, decide-se pelo investimento ou não. É elaborado um documento com os principais termos e condições do acordo, denominado *term sheet*. Na última fase de avaliação, o fundo contrata uma empresa terceirizada para realizar uma diligência e analisar aspectos fiscais, contábeis e legais da *startup*. Quando a diligência chega a níveis satisfatórios, são assinados os contratos finais e a transação é concluída.

4.1.2 Capacidades Cognitivas

No âmbito da **orientação empreendedora**, o IV A considera que, para desenvolver tecnologia, é necessário ter pessoas e não necessariamente ativos imobilizados como bens, móveis e equipamentos. O investidor salientou que, na fase de *deep-dive*, é possível avaliar aspectos culturais e relativos a lideranças, pois, segundo o IV A, a empresa é o conjunto de pessoas que vai fazer o negócio acontecer.

O IV A entende que normalmente *startups* não possuem *capital expenditure* (CAPEX), que se refere ao montante de dinheiro endereçado à aquisição de bens de capital. No processo de avaliação, o investidor levanta o que a *startup* possui de recursos tangíveis no momento antecedente ao investimento, e, no caso da *startup A*, material de informática e móveis. A própria solução que é desenvolvida pela *startup*, além de ser um ativo intangível, para ele é ainda mais importante e representa a própria empresa.

O entrevistado não julgou relevante falar de patentes e registros, pois considera que no desenvolvimento de *softwares* é difícil criar algo novo, ou seja, ser copiado pode ser considerado um risco constante. O IV A considera que não há barreiras neste sentido e que faz parte do mercado de tecnologia.

Sobre a orientação empreendedora, analisa-se também a importância e possibilidade da *startup* desenvolver novos produtos e serviços. Nesse âmbito, o IV A acredita que a interação e *feedbacks* dos clientes ratificam os ideais e modelo de negócio da *startup*, além de contribuir na aprendizagem e trazer novos elementos ao produto oferecido.

Além de recursos e novas soluções, no conjunto de resultados da orientação empreendedora, o IV A aborda a questão dos riscos. Segundo o entrevistado, dificilmente um empreendedor traz ao possível investidor os riscos da oportunidade. Isso significa que o próprio fundo deve ser responsável por realizar um levantamento e análise dos principais riscos. Alguns exemplos comuns, segundo o investidor, são desentendimentos entre os sócios da *startup*, ter um produto mal ajustado, o time ter acabado de sair da faculdade, risco da empresa estar crescendo pouco e risco de ter muitos concorrentes.

Na avaliação o investidor nota a dependência de pessoas, riscos operacionais, se é uma plataforma difícil de executar, riscos legais, risco de uma empresa muito grande entrar no mercado e roubar a potencial clientela. O principal risco analisado, na perspectiva do IV A, é o da *startup* não conseguir estruturar um modelo de negócio eficiente.

Em relação à **consciência cultural**, o IV A citou possíveis barreiras que observa. A principal delas, para o IV A, é a possibilidade de um competidor criar um produto exatamente igual, justamente pela ausência de registros, patentes, devido a falta de inovatividade do produto oferecido.

A **mentalidade global** foi a capacidade mais abordada no grupo das capacidades cognitivas pelo IV A. Logo no início da entrevista, ele frisou que um dos aspectos relevantes na reunião inicial com a *startup* é entender seu *portfolio* - o que ela oferece, do que é feito, como funciona e os diferenciais que a plataforma oferece aos clientes. No caso da *startup* A analisada, é a velocidade que sua plataforma agiliza transações e pode tornar fácil a escolha dos clientes, através de poucos toques em botões do aplicativo.

Em relação ao mercado e escopo de atuação, o entrevistado reforçou sua relevância de mapear o mercado na reunião inicial com a *startup*. Dentre outros objetivos, está entender o setor que ela se encontra e quem é seu cliente, ou seja, para quem ela resolve o problema que pretende solucionar.

Também são analisados os detalhes dos concorrentes da *startup*, quem são eles, como resolvem o problema e se a candidata ao investimento tem uma proposta melhor de responder ao mesmo. Além disso, o entrevistado destacou que é relevante entender:

“(...) como é que você se posiciona frente a concorrentes em relação a preço, produto, canal e a promoção, como é que você vende. Também é preciso entender pontos fortes e fracos, não existe *startup* que é melhor 100% dos

pontos do que os concorrentes, entender o que os concorrentes são melhores, no que que você é melhor” (IV A).

Nessa esfera, o IV A analisa a parcela de mercado potencial que a *startup* atingirá e a parcela dos demais concorrentes. Em inglês, o *Market share* daquele momento e o potencial da candidata e dos competidores. Para o IV A, é relevante considerar quanto tempo de mercado cada um dos concorrentes possui e quem são as pessoas por trás de cada empresa, a fim de compreender o ambiente competitivo.

Na fase de *deep-dive*, no contexto de mercado, são avaliados o produto oferecido pela *startup* e o produto dos concorrentes, como cada um precifica e quais são os canais de aquisição. Abrange-se este conjunto de informações para concluir qual é o posicionamento atual da *startup* que busca investimento com o IV A.

Por fim, na etapa seguinte, quando ocorre o agrupamento das informações em *clusters* e são atribuídas notas a cada um, a equipe do comitê do fundo de VC julga se o mercado de atuação é grande, se está crescendo ou não, qual é seu *status* no exterior. Para a *startup* A, foi atribuída uma nota máxima neste contexto, visto que se trata de uma *startup* do mercado têxtil no Brasil. Também foi dada uma nota para o ambiente competitivo, quantidade e *status* dos concorrentes e consideraram o que os clientes falavam sobre os concorrentes, além de calcular e dar uma nota para o TAM da candidata.

4.1.3 Capacidades Gerenciais

No contexto da **capacidade analítica**, foram abordadas pelo entrevistado algumas características e habilidades do gestor e equipe. No início da entrevista, o mesmo comentou que conhecer quem são as pessoas por trás da *startup* e da oportunidade é essencial. Isto inclui conhecer o histórico dos fundadores e das principais lideranças e saber o que tais pessoas fizeram antes, pois, para o IV A, mais experiência apresenta mais chance de sucesso por já terem passado por outros ambientes similares.

O IV A manifestou sua preocupação em conhecer a formação que as pessoas-chave da *startup* possuem. Entretanto, em outro momento da entrevista, comentou que educação formal não é relevante. O IV A pergunta aos fundadores por que estão empreendendo nisso e se tem conhecimento deste mercado que está se propondo a atuar.

Para o entrevistado, as habilidades em gestão precisam ser evidentes o suficiente para mostrar se os fundadores podem levar a *startup* para um estágio cem vezes maior. Para isso ocorrer, segundo ele, é preciso ser convencido de que as principais lideranças apresentam capacidades de execução, seja por já terem realizado algo semelhante antes, por dar indícios de que são bons executores, ou por terem a capacidade de guiar a visão da empresa para o futuro. “Se a gente ver lideranças super fortes, é um selo de qualidade a mais para investir nesta *startup*” (IV A).

Quanto aos demais membros do time, o investidor analisa através de conversas quais são suas qualificações, não se tratando de experiências profissionais e acadêmicas formais, mas se os indivíduos apresentam um arcabouço técnico sobre suas atividades, se sabem o que estão fazendo e se vislumbram maneiras de otimizar a situação que se encontram naquele momento.

Outro tópico explorado dentro da capacidade analítica foi a estrutura de governança. Segundo o entrevistado, é preciso realizar conversas com membros do time da *startup* e entender se a cultura da organização permite inovação, se é voltada ao crescimento, ao aprendizado e à agilidade para ir “do 1 ao 100” (IV A). Para o IV A, isto também ajuda a determinar o sucesso que ela terá no futuro e que possuir “uma cultura lenta, tóxica, que não aprende, que atrapalha” é um sinal para não realizar o investimento.

Sobre a estrutura, o investidor questiona sobre os papéis dos indivíduos e se as lideranças estão preenchidas. A *startup* A, especificamente, possui um organograma horizontal que facilita a identificação de problemas, soluções e sugestões de forma mais rápida e transparente dentro da empresa.

O último código analisado dentro da capacidade analítica foi o controle e processamento de informações. Neste quesito, o IV A comentou que a empresa possui um plano de negócios maduro, com detalhamento de dados e finanças, que possibilita entender de onde sairá o dinheiro para cada mudança, como os indicadores variarão no decorrer do tempo e se a necessidade de capital é real ou não. Para o investidor, o fundador da *startup* tem que conhecer tudo do negócio, principalmente os lucros.

Para a capacidade de **interface**, o investidor ocupa-se, desde o início da avaliação, em entender junto com os fundadores quem são os sujeitos-chave da cadeia e mercado que a *startup* atua. Incluem-se aqui conversas sobre o ambiente

competitivo, conhecer os competidores, quantos e quem são, qual estágio se encontram e qual solução é melhor, além de conhecer e garantir conversas com o time da possível investida, principalmente para compreender a cultura existente.

Além destes, para o IV A, os próprios fundadores são os grandes atores da cadeia que a *startup* participa. Isto pode, em alguns casos, acarretar em uma dependência, um ônus para investida e investidor, em caso de problemas. O entrevistado também verifica quem são os principais fornecedores da candidata, mas não citou outros atores essenciais ao funcionamento da *startup*.

O IV A busca conhecer e consultar os clientes da *startup*, a fim de garantir informações levantadas previamente, e confirmar se as hipóteses levantadas pela *startup* são verdadeiras. Esta etapa, segundo o entrevistado, é importante para confirmar que o produto oferecido realmente é uma solução de um problema existente e que facilita, no caso da *startup* A, a logística entre os clientes atendidos pela empresa.

Na entrevista realizada com o IV A, foi possível identificar, como relações formais, apenas o próprio acordo feito entre o investidor e a *startup*. O possível acordo é avaliado pelo IV A após a atribuição de notas aos *clusters* e a votação do comitê do fundo de VC, e é antecedente à fase de diligência da mesma.

Neste aspecto, para o investidor, é relevante entrar em um consenso sobre os termos do acordo, sobre o valor que a *startup* quer captar, e, se de fato ela precisa desse valor para chegar no próximo estágio e receber uma rodada seguinte. Este acordo é reavaliado e impactado por todos os dados e informações coletados durante a avaliação, se ele tem conexão com o plano de expansão da *startup* e se condiz com o momento de saída pretendido do fundo de VC.

4.1.4 Capacidades Organizacionais

Dentro deste grupo, foram analisados junto com o IV A aspectos ligados à capacidade de **flexibilidade**. O entrevistado avalia logo na reunião inicial qual é o modelo de negócios que a *startup* se encontra; no caso da *startup* A, especificamente, se trata de um modelo de negócios novo que atende uma mudança no comportamento dos consumidores e clientes, e ainda carece de ajustes e definição da monetização. Neste caso, a solução resolve um problema até então não endereçado pelos produtos

concorrentes e exige um constante monitoramento da *startup* quanto às mudanças em seu contexto e mercado.

Este cenário incerto e volátil demanda uma tomada de decisão constante dos fundadores da *startup*. O investidor consegue, através das conversas e da análise do *business plan* da candidata, concluir se há um balanceamento entre o que ela apresenta naquele momento de recursos e produtos, e a necessidade de capital que é apresentada. Para o IV A, este alinhamento é um sinônimo de que haverá um uso “(...) respeitoso e sereno do dinheiro captado”.

Sobre a tomada de decisão, o empreendedor da *startup* A, além de trazer um planejamento sólido e alinhado com o capital esperado ao investidor, demonstra uma visão de futuro clara. Para o investidor, os empreendedores deixarem evidente a oportunidade e suas decisões de crescer a empresa expressivamente em pouco tempo, é uma característica valiosa no processo de avaliação. Para o IV A, não é papel do investidor guiar, orientar e tomar decisões no lugar da *startup*.

Sobre a **capacidade absorativa**, o investidor incluiu em suas respostas a importância da cultura da *startup* propiciar um ambiente de crescimento e inovação. Um aspecto que contribui é a existência de uma estrutura organizacional que possibilita o aprendizado e desenvolvimento dos membros do time.

Uma circunstância que foi levantada pelo investidor é a transparência que existe na cultura da *startup* A analisada. Ele entende que todos os membros do time tem acesso à todas as informações, sabem a visão da empresa, sabem como ela expandiu, estão alinhados sobre o que foi um sucesso ou não, e, além disso, tem informações dos resultados mensais, evidenciando uma gestão transparente e comunicação simétrica.

4.2 CASO B

O IV B atua em São Paulo - SP e considera-se um investidor-anjo, pois aplica recursos pessoais em *startups* que visualiza oportunidades de investimento. Não é relacionado a outros investidores-anjo ou de VC, tampouco a nenhuma empresa que tenha contato com a *startup* B que tratou-se neste caso. O contato inicial ocorreu, no caso da *startup* deste caso B, através de um ex-colega de trabalho do investidor, que o chamou para discutir a ideia da empresa que estava criando. A *startup*, já possuía, segundo o IV B, uma apresentação e análise de produto e mercado relativamente maduras e “(...) tinha uma cara bem profissional”.

O investidor já havia tido outras oportunidades de realizar investimentos em *startups*, e, ao ser questionado sobre a maneira de avaliar as empresas candidatas, confessou que não havia um método ou fases de aprovação. Neste caso B, ele já possuía conhecimento sobre o fundador da *startup*, e, além disso, comentou que a sinergia e confiança no empreendedor foram aspectos importantes em seu processo de escolha.

4.2.1 Capacidades Cognitivas

Relacionado à **orientação empreendedora**, o IV B abordou que em sua avaliação, percebe a existência de recursos relevantes da *startup*. Recursos como por exemplo o *software*, o *website* da empresa, o aplicativo, o modelo de cobrança e a contabilidade. O investidor apelida este conjunto de sistemas de sistema operacional.

Para o IV B, tanto esta quanto outras *startups* apresentam sempre recursos limitados. Segundo o IV B, o capital disponível no momento de criação da empresa ou levantado posteriormente em rodadas de investimento sempre deve estar endereçado para um certo tempo de sobrevivência. Ou seja, constantemente é necessário realizar escolhas, ou *trade-offs* em inglês, pois os recursos principalmente financeiros não são abundantes. Em caso de mudanças, tais recursos carecem de análise para reavaliar sua alocação.

Também conectado à capacidade de orientação empreendedora, o IV B expôs algumas fragilidades do negócio e riscos que identifica antes de seu processo avaliativo terminar. Uma delas é a dependência do fundador, que, no caso da *startup*

B, “(...) é a empresa hoje” (IV B) e dificilmente os demais membros nestes casos mantêm a empresa caso ele tome a decisão de se retirar.

Além disso, outros riscos analisados são a relevância do montante de bens patrimoniais, que podem significar um risco quanto aos cuidados e armazéns, além da dificuldade em contratar seguros para todos os bens tangíveis.

O IV B apresenta certo receio em relação aos possíveis clientes que a *startup* atrai. A dificuldade em contratar seguro, no caso da *startup* B, se dá por conta do perfil de clientes, que podem sofrer algum tipo de rechaço por parte do parceiro-chave da *startup*. Tal situação pode ser relacionada à **consciência cultural** e, para o investidor, significa que era necessário definir o processo de escolha do perfil de cliente desejado, pois, caso contrário, a empresa pode ter despesas extras e outros ônus devido à possíveis sinistralidades e risco de crédito.

Para agregar ao contexto da consciência cultural, o IV B solicita ao empreendedor levantamentos sobre padrões de consumo e mercado. Sobre os padrões, a indagação concentra-se em entender se há empresas que cobrem o serviço que a *startup* está se propondo a oferecer, e, além disso, entende como a empresa pode agregar valor ao cliente atendido. Diante destas questões, deve ser convencido pelo fundador da *startup* que, mesmo sendo um negócio que pode sofrer eventuais preconceitos, vale a pena investir na oportunidade.

Em contexto de mercado, pode-se destacar a capacidade de **mentalidade global**. O IV B analisa quanto o empreendedor demonstra estudar e interpretar o mercado existente, se estabelece contatos com potenciais parceiros, investidores e mentores. As informações apresentadas devem ser suficientemente convincentes de que a demanda de tal serviço é grande e nítida. A partir disso, o investidor julga se é necessário realizar uma pesquisa própria do mesmo mercado para confirmar tais dados e potencial apresentado.

Sobre a importância e possibilidade de expansão da *startup*, o IV B ressaltou que, nas primeiras conversas sobre o negócio, é importante entender o quanto o negócio é escalável e com qual facilidade é possível alcançar isso. O investidor então capta a possibilidade de replicar o mesmo negócio em vários lugares e interpreta como um aspecto positivo ou não da *startup* sob análise. Para o IV B, ainda que o plano de expansão do empreendedor se restrinja a um estado do Brasil, busca entender se é possível ampliar para qualquer outro.

Em relação ao *portfolio*, desde o primeiro contato do fundador da empresa com o IV B, discute-se acerca do produto que será oferecido e de qual maneira. Além do negócio principal, levantam-se se outros serviços adicionais estão sendo testados para serem incluídos no modelo de negócios da *startup*. É relevante para o IV B enxergar a necessidade, a dor do cliente, e como a empresa se propõe a atendê-la e curá-la.

4.2.2 Capacidades Gerenciais

No grupo de capacidades gerenciais, a **capacidade analítica** apresentou-se através de habilidades de gestão, evidenciadas principalmente pelo papel do fundador da *startup*. Para o IV B, é importante assegurar-se que o empreendedor já possui experiência corporativa prévia.

Dispor de tal experiência significa para o entrevistado uma maturidade maior na maneira de levar os negócios adiante e fazer a gestão da empresa. Para o IV B, além do fundador e sócios apresentarem tal característica, é interessante quando outros investidores com históricos similares também se interessam pela oportunidade apresentada. Tal fato contribui com a confiança realizada na operação.

Ligado ao fator da experiência, o IV B citou que, mesmo sendo uma empresa em nível inicial, a organização e gestão que estão sendo estruturadas deve parecer algo promissor. Segundo ele, “(...) a gente já viveu com essas coisas em uma empresa mais consolidada. E dá para a *startup* crescer com isso desde o começo”.

A *startup* B possui apenas um sócio. O IV B abordou que seria um diferencial se houvessem dois ou três fundadores com histórico relevante. Seria uma possibilidade de caracterizar uma maturidade e peso ainda maior na estrutura societária da empresa. Ainda assim, não é considerado um fator excludente em seu processo de avaliação.

Em relação à capacidade de **interface**, o IV B observa se o empreendedor mapeia possíveis parceiros, investidores, clientes, fornecedores e investidores potenciais. Com estes últimos, não apenas levantar capital, mas avalia se a *startup* tem intenção de angariar mentores e possíveis contribuições ao seu negócio.

A *startup* B apresentara ao IV B uma série de entrevistas que foram operacionalizadas a fim de validar e testar hipóteses de seu modelo, com potenciais usuários de seu aplicativo. O roteiro abrangerá itens em relação ao produto, à solução

do problema e visara a determinação de um valor de cobrança adequado. Para o IV B, é importante que o fundador apresente respostas e dados coerentes, bem fundamentados e com trechos de entrevistas realizadas, quando possível.

Outro aspecto da interface são as relações formais e informais existentes na organização. Em relação às formais, desde a apresentação inicial até a proposta de sociedade, o IV B vê como um ponto positivo se a *startup* possui uma estrutura de investimento profissional via contrato. O IV B destacou que esta formalização passa a impressão de que é algo sólido, bem estruturado e planejado com antecedência, que ao final é consolidado com o investimento através de um *Standard Agreement for Future Equity* (SAFE).

Ademais, para o entrevistado, não é relevante avaliar contratos de longo prazo com parceiros e fornecedores, face às potenciais mudanças e volatilidade a qual a *startup* está sujeita. No mesmo contexto, ressaltou que, ainda que houvessem contratos importantes, se a outra parte deixa de cumprir o acordado, há pouco o que se fazer tempestivamente. Em compensação, o IV B destacou o valor de redigir um contrato bem esmiuçado com clientes e colaboradores, a fim de prevenir contingências e contratemplos com a seguradora, por exemplo.

Quanto às relações informais, o IV B capta relações de parceria existentes no cenário da *startup*. Citou que é interessante, mas não relevante, levantar tais informações, ainda que possam possibilitar expansões. No caso da *startup* B, a empresa não apresenta associações específicas com plataformas que podem alavancar a escalabilidade da empresa.

Além disso, o IV B abordou que não há um contrato vigente com o principal fornecedor, e, que se por qualquer motivo este resolver não providenciar os recursos necessários, será uma dificuldade a mais para a *startup* crescer. Ressaltou, contudo, que ainda que houvesse um acordo formal, esta relação não garante o crescimento e sucesso de nenhuma *startup*.

4.2.3 Capacidades Organizacionais

O IV B percebeu que a *startup* B se encontra em um estágio de contratação de pessoas, de estruturação de um organograma que funcione. “Vejo ela tentando de um jeito, de outro, vai pra cá, pra lá, começa a ter as dores de crescimento e vai corrigindo estes problemas e isso mostra sua flexibilidade” (IV B). O investidor busca conhecer

os demais colaboradores da *startup* e entender qual é a estrutura organizacional da empresa, incluindo cargos e número de colaboradores.

O investidor tenta perceber a flexibilidade nas *startups* no momento que ocorrem mudanças no planejamento realizado. Se há uma necessidade de realocação de recursos, observa como a *startup* responde e se de forma tempestiva à tais eventos. O IV B acredita que é sempre melhor ter um plano disponível em diversos cenários, ainda que seja necessário ser revisitado constantemente.

Atrelado à esta frequente adequação ao ambiente externo e interno, o investidor nota a presença de tomadas de decisão assertivas do empreendedor. Isto se dá através de momentos onde é necessário o indivíduo realizar *trade-offs* em situações de recursos escassos, ou ainda decorrentes de mudanças no planejamento, que exijam uma realocação de capital.

Já quanto à **capacidade absorativa** do grupo de capacidades organizacionais, o entrevistado alegou que soa melhor para a *startup* contratar perfis de pessoas que queiram fazer parte da empresa e realizar entregas, do que perfis específicos que atendam apenas um contexto ou tarefas definidas. Temas ligados à treinamento e desenvolvimento são, em suas palavras, “(...) para mim, pouco importante” (IV B).

Em aspectos de compartilhamento, o investidor observa que a maioria dos sistemas e comunicação de dados internos tem o apoio de plataformas criadas pela própria equipe da *startup*, conforme descrito no item 4.2.1. Outras informações do dia-a-dia costumam ocorrer “bem no pessoal mesmo” (IV B), por telefone, aplicativo de mensagens, lousa na parede e comunicação informal e constante entre os colaboradores. Em contexto externo, no caso da *startup* B, há integração com um parceiro da área de segurança, a fim de rastrear e localizar os bens ativos da empresa em tempo real.

4.3 CASO C

O investidor entrevistado no caso C é sócio de uma gestora de investimentos de Florianópolis - SC, focada em produtos financeiros. A gestora apresenta estratégias distintas e variadas, sendo uma delas os investimentos em VC. A *startup* investida é de comércio eletrônico, encontra-se em estágio *pré-seed* e está iniciando sua atuação no mercado. *Pré-seed* é considerado um estágio em que já se captou um investimento anjo anteriormente e busca-se uma nova captação.

4.3.1 Fases do Processo de Avaliação

Para o IV C, uma *startup* pode procurá-lo através do *website* da gestora, por *e-mail* ou ainda via telefonema. Estas são maneiras passivas de buscar oportunidades, do ponto de vista do IV C. De forma ativa, buscam-se alternativas de investimento em determinados setores que combinem com a tese de investimentos da gestora. Neste contexto, o time do IV C participa de eventos, procura notícias, busca informações, contata conhecidos, a fim de encontrar possíveis empresas candidatas para o investimento.

As indicações feitas por conhecidos, através de rede de relacionamentos, para o entrevistado, é a maneira mais precisa de encontrar boas oportunidades. Segundo ele, "(...) dependendo da indicação, já é um certo *pedigree*, pois ele entende [do assunto] e assim vou olhar com calma" (IV C). Esta abordagem é vista como uma vantagem para a gestora, pois considera-se que a empresa indicada já foi analisada por outros colegas de profissão que possuem experiências de avaliação.

O IV C alegou que, a gestora no qual é sócio, prefere negócios *Business-to-business* (B2B), ou seja, operações que o cliente atendido é outra empresa, e não o consumidor final ou pessoa física. Esta preferência existe pois um negócio *Business-to-Customer* (B2C) apresenta, em geral, uma demanda maior de capital. Dentro da condição B2B, a preferência por determinados setores pode variar das circunstâncias de mercado, e por isso o IV C considera-se agnóstico em relação aos nichos preferidos.

O primeiro contato, independentemente se angariado de forma passiva ou ativa, se dá através de uma conversa com os empreendedores da *startup* candidata. Pode ocorrer presencialmente ou via chamada de vídeo. Neste momento, o investidor

concentra-se em conhecer os empreendedores e entender o negócio. Algumas vezes as *startups* utilizam apresentações como suporte, *pitchs* ensaiados para o bate-papo, outras apresentam dados financeiros logo no primeiro contato.

Nesta primeira fase, conhecimento de mercado é o principal tópico abordado pelo IV C. Ainda que a maioria das *startups* analisadas pela gestora encontrem-se em estágios iniciais ou estejam começando a buscar escala de suas operações, o entrevistado comentou que grande parte não avança desta fase, pois as informações apresentadas não são consistentes.

Se a *startup* atende às prerrogativas do primeiro contato, parte-se para uma análise mais aprofundada, momento em que a gestora envolve um time mais amplo para aprofundar-se em análises quantitativas. Paralelamente, as mesmas pessoas são responsáveis por realizar um mapeamento do setor, que ocorre através de contatos com clientes e fornecedores da candidata e *startups* do mesmo setor. Com estas informações, é elaborado um relatório de análise, que envolvem, além dos números, aspectos dos empreendedores, produto, concorrência, correspondência com a tese de investimentos da gestora, expectativa de momento de desinvestimento e potenciais compradores de sua parte no futuro.

As informações são, então, compiladas, e são discutidos o valor da operação e as cláusulas do acordo a ser fechado. Parte-se, enfim, para uma proposta de investimento e processos burocráticos de contratação. “Pode ser um negócio maravilhoso, mas tem que ocorrer no preço certo” (IV C).

4.3.2 Capacidades Cognitivas

No contexto da **orientação empreendedora**, foram abordados recursos pelo IV C na entrevista. Segundo ele, essenciais no momento o qual realiza a avaliação, são as pessoas que compõem o time da empresa, por exemplo, desenvolvedores, time de tecnologia e comercial. Para o IV C, o único ativo fixo relevante é ter cadeiras para tais pessoas, pois “se não tiver gente operando, não vai funcionar, ou seja, o grande recurso é gente”.

Em relação a novos produtos ou serviços, o IV C considera que, na fase inicial em que as *startups* se encontram no momento que procuram seu investimento, o produto ou serviço não é definitivo e ainda pode passar por mudanças e

desenvolvimento de novas ideias. E, por isso, não pode se apegar ao contexto que encontra a candidata naquele momento, como números, dados, entre outros.

Um aspecto negativo das empresas em estágio inicial analisadas pelo entrevistado, é que o risco de perda percebido é ainda maior, pois tais mudanças necessárias podem exigir mais recursos e não é uma certeza da investida alcançar um desempenho melhor.

Outros riscos considerados em sua avaliação são riscos do macro ambiente, segundo o IV C. São examinados os riscos de mercado, de concorrência, de produto, de gestão e da execução da estratégia de *go-to-market*. A fase de *go-to-market* é quando a empresa testa como colocará seu produto em um mercado específico para atingir a penetração desejada, além de maior receita e lucratividade.

Na análise aprofundada da *startup*, o IV C discute com os fundadores da *startup* quais são os possíveis riscos e maneiras dos empreendedores mitigá-los. O IV C busca entender se o tamanho da oportunidade compensa todos os riscos que estão sendo assumidos.

Na *startup* analisada no caso C, o risco principal levantado é a complexidade de implementação do produto, considerando que é um negócio B2B. A estrutura necessária parece, para o investidor, muito complexa e carece de estratégias e execução adequada para conseguir atingir grandes empresas como clientes de receita recorrentes.

Já quanto à capacidade de **consciência cultural**, o IV C avalia que o critério de seleção de parceiros e fornecedores se dá normalmente através de indicações e boca-a-boca. Para o IV C, a seleção por indicação é muito importante e, além disso, faz toda diferença para um bom andamento do fluxo de processos da empresa avaliada.

No âmbito desta capacidade, o IV C abordou uma das barreiras tecnológicas que a *startup* C está propensa a enfrentar. Segundo ele, “o mercado digital impõe, tem que ser tudo *online* hoje”. A *startup* possui um sistema antigo de integração que não funciona corretamente e pode afetar a continuidade do negócio se a empresa não acompanhar a evolução digital e estiver mais próxima de outros atores de mercado.

Para checar a dimensão da oportunidade e amparar a consciência cultural, o IV C também se encarrega de analisar perfil de clientes, tamanho e dinâmica do mercado. Com isto, avalia se o perfil é bem específico ou não, se atende grandes

empresas. É possível, desta maneira, analisar os padrões de consumo presentes no setor da *startup* sendo avaliada.

A **mentalidade global** foi exemplificada através de vários trechos pelo IV C. Já na conversa inicial com o empreendedor, o IV C foca na compreensão do tamanho do mercado que a *startup* atua, potencial *market share*, se está em expansão, se seu *status* pode ser considerado atrasado ou avançado em relação a outros, e, também, se existem muitos atores no mesmo contexto.

Também é investigado pela equipe da gestora como está o setor da *startup* em outros países. Neste momento, questionam-se se a *startup* é realmente uma novidade ou se o negócio não se destacou anteriormente por competidores por ser pouco relevante. O IV C analisa informações de empresas similares no exterior, dados, notícias, fatos que levantados através de *benchmarks* do empreendedor com tais empresas de outros países. Este contexto busca evidenciar se é um mercado em ascensão, e, com isso, o IV C conclui se é uma oportunidade interessante de trazer ao Brasil.

Para o IV C, estas trocas feitas com outras empresas estrangeiras é um ponto muito positivo para a análise, pois mostra se a *startup* busca um padrão elevado e se quer destacar-se em determinado mercado.

No mesmo contexto da capacidade de mentalidade global, o IV C explora cautelosamente o *portfolio* que a *startup* apresenta no momento antecedente ao investimento. A *startup* C concentra-se em realizar uma integração de sistemas e visa fazê-la de forma automática, ao invés da tradicional forma manual de implementá-la. O IV C também emprega esforços para compreender a linguagem de tal integração e a tecnologia utilizada. Aborda com os empreendedores questões de segurança de dados e, com isto, acredita mitigar riscos de previsibilidade e possíveis contingências.

4.3.3 Capacidades Gerenciais

Na primeira fase do processo de avaliação, o IV C analisa quem são as pessoas responsáveis pela fundação da *startup*. Neste âmbito, considera-se a **capacidade analítica**, evidenciada pelas habilidades em gestão destacadas pelo entrevistado. É vasculhado o histórico dos fundadores, se possuem experiência, se sabem o que estão fazendo, ou “se são apenas aventureiros” (IV C).

Para o IV C, experiência dos fundadores pode ser verificada através de históricos anteriores de negócio, de gestão. Tal levantamento ocorre justificado pelo fato de que aquele fundador será o futuro presidente de uma empresa que talvez cresça muito em um curto espaço de tempo. Neste sentido, o IV C levanta as experiências prévias dos fundadores, se são em grandes organizações, quais são as estruturas destas empresas e se efetivamente passaram por cargos de gestão. Para confirmar tais informações, busca *feedbacks* de ex-colegas de trabalho, se são bons líderes ou se deixaram más impressões em outros colaboradores.

Da *startup* específica analisada, o IV C observou que a sociedade é formada por dois empreendedores. Ambos possuem perfil técnico. Entretanto, um deles um pouco mais voltado às vendas, enquanto o segundo foca na programação da solução desenvolvida. O IV C levantou que um deles foi empreendedor anteriormente e vendeu sua empresa antes de trabalhar em uma grande corporação, e a *startup* C é seu segundo empreendimento. Para o IV C, isto é um bom indicativo de maturidade de negócio e gestão deste indivíduo.

Ao mesmo tempo que destaca a relevância de confirmar histórico em grandes empresas com estruturas bem definidas, o IV C julga pouco relevante a própria *startup* apresentar uma estrutura de governança bem definida. Para o IV C, dificilmente uma empresa em estágio tão inicial consiga organizar-se internamente de maneira formal, pois encontra-se em um processo de construção e desenvolvimento.

Para a capacidade de **interface**, o investidor acredita que os principais sujeitos-chave que carecem de detalhamento são os próprios fundadores. Na análise de mercado, citada no tópico 4.3.2, são identificados outros atores do contexto de atuação, como *startups* similares de outros países, clientes e parceiros atuais, colaboradores que exercem funções-chave, fornecedores de tecnologia da *startup* e potenciais clientes.

Para o IV C, saber quem são os atores-chave da empresa e conhecê-los é essencial para compreender a dinâmica da *startup* em questão, além de conseguir coletar indicativos de que a empresa terá sucesso em nível regional e nacional. Para corroborar suas expectativas, o IV C também pesquisa e realiza conversas com especialistas do mesmo mercado. Especialistas estes, que podem apresentar tanto um viés técnico, por exemplo, de empresas da área de saúde, ou viés de investidor, por terem experiência em avaliação de empresas.

A comunicação entre a *startup* e pessoas-chave ocorre de maneira informal, assim como entre a *startup* e a equipe do IV C. O investidor abordou a importância de ter informações em tempo real, ou seja, quanto mais recentes forem tais entendimentos, melhor a qualidade e confiabilidade dos dados levantados.

4.3.4 Capacidades Organizacionais

O IV C exemplificou um momento onde nota-se a presença da capacidade de **flexibilidade**. Pôde observar que a empresa é flexível quanto às funções das pessoas e processos. Comentou que a avaliada “coloca, bota, implementa, faz um planejamento, mede indicadores. Se dá certo, replica, e, se dá errado, tenta de novo” (IV C). Quando o resultado de uma mudança é positivo, a *startup* ainda assim não se satisfaz e busca aprimorar ainda mais a execução de determinado procedimento.

Além disso, no estágio que ela se encontra, para o IV C, é preciso definir e alterar seu modelo de negócios. Até então, a empresa personaliza cada venda para um cliente diferente, e, ao perceber o potencial de negócio, pretendem iniciar a mudança de modelo de consultoria para um modelo de software como serviço, em inglês *Software as a Service* (SaaS).

O IV C abordou que, também ligado à fase da empresa analisada, não se sabe o que dará certo, o que será replicável, não se sabe o que funcionará adequadamente na prática. Para responder a possíveis situações voláteis, para o IV C, é importante a empresa ter interesse e vontade de ir testando e combinando recursos conforme eventos diferentes ocorram.

Por este motivo, a estrutura, o organograma e o dia a dia da empresa não são aspectos relevantes para o IV C conhecer e aprovar em sua avaliação de investimento. Ele entende que podem mudar frequentemente e o perfil da empresa e dos fundadores acaba confirmando. A empresa deve parecer ser flexível suficiente para alocar pessoas e recursos conforme necessidade e para otimizar estes sempre que possível.

Para o IV C, não é relevante haver um departamento ou pessoas específicas alocadas em recursos humanos. Além de ter poucos funcionários e não realizar contratações constantes, as *startups* não costumam dispor de recursos para pagar alguém específico e concentram-se em escalar o produto que está sendo lançado no mercado. Quando houver necessidade, ou receber um aporte de capital para

alavancar seu negócio, o empreendedor cogitará então a contratação de um indivíduo específico.

No contexto das funções e distribuição de tarefas, a **capacidade absorativa** foi investigada ao questionar a existência e importância de treinamentos e desenvolvimento para os colaboradores. Para o IV C, a empresa, mais do que treinar, precisa ter as pessoas com as competências e habilidades que a empresa precisa naquele momento.

Uma expansão é provável de ocorrer na *startup* C em um curto prazo. Por essa razão, ao entrevistar os colaboradores-chave, o IV C avalia a capacidade de entrega de tarefas e projetos no curto prazo e o potencial de liderança futura. Levanta-se, com isto, se a empresa prioriza boas contratações “que vão entregar a atividade agora”, se prefere alocar despesas em educação e treinamentos com os membros atuais ou realizar programas formais de *job-rotation*.

Quanto ao compartilhamento de informações internas, como normalmente há poucos funcionários, o IV C nota se há sistemas ou ferramentas específicas para armazenamento de dados. Para ele, também não é significativo ter sistemas internos robustos.

4.4 CASO D

O quarto entrevistado, identificado como IV D, coordena atividades e investe em um fundo de VC em Belo Horizonte - MG, que busca *startups* em estágio *seed* e *pré-seed*. O estágio *seed* é quando se buscam fundos para apoiar o trabalho de pesquisa, desenvolvimento e validação do mercado da empresa, definir o produto e o perfil de usuários ou consumidores.

O fundo em questão é conhecido por pares e no ecossistema de *startups* e, por isso, recebe inúmeras oportunidades de forma passiva. Segundo o IV D, o fundo tem acesso a mais da metade das *startups* que buscam investimento no Brasil, o que lhe constitui uma base de oportunidades. Além dessa base de dados, o IV D recebe indicações dos próprios cotistas do fundo, além de contatos através de co-investidores e aceleradoras.

4.4.1 Fases do Processo de Avaliação

Devido ao assédio de um expressivo número de empresas candidatas, o primeiro filtro realizado pelo IV D é a origem da indicação. Levanta-se quem indicou e como foi recebido. A prioridade é para indicados pelos cotistas do fundo de VC, e, em seguida, para contatos do ecossistema e co-investidores. Por último, se houver disponibilidade de pessoal para analisar de forma tempestiva, contatos via *website*, *e-mail* e *linkedin*.

Aos selecionados nesta primeira fase, o IV D encaminha um formulário para as *startups*, que, segundo ele, são a princípio coerentes com a tese de investimentos do fundo de VC. Em seguida, é agendada uma entrevista com um analista de investimentos do fundo, que preenche perguntas e com isto realiza uma pontuação através de um *Scorecard*. Se for aprovada nesta pontuação prévia, a *startup* entra em uma fase com outras pessoas da equipe do fundo. É preenchido outro *Scorecard* pela equipe, mais detalhado, a fim de validar a oportunidade e compreender a relação com a tese de investimentos.

Obtendo sucesso nessa etapa, a equipe que realizou o segundo *Scorecard* auxilia a *startup* a se preparar para um Comitê de Investimento. Para isto, solicitam uma série de documentos, dados da empresa, balancetes, *pitches*, entre outros. Os dados de cada *startup* são reunidos em uma página, e distribuídos para os sócios do

fundo de VC. A finalidade dessa fase é que todos possam contribuir no processo de análise das candidatas.

Os feedbacks dos sócios são coletados em um período anterior ao Comitê de Investimento. O propósito é que a *startup* consiga sanar todas as dúvidas levantadas antes e durante o Comitê. Nem todos os sócios participam do Comitê, apenas conselheiros e membros executivos. Na reunião final é decidido se será realizado o investimento, e, em caso positivo, é designado um consultor para acompanhar a *startup* e atualizar o fundo através de relatórios periódicos.

4.4.2 Capacidades Cognitivas

Para investigar a existência e importância da **orientação empreendedora**, o IV D, ao ser questionado sobre recursos existentes da empresa analisada, respondeu que, devido ao estágio *seed* e *pré-seed* que se encontram, “a *startup* já está mais ou menos pronta. Tem o *software* dela, já tem uma equipe boa e naquele momento busca aumentar o número de clientes para expandir” (IV D).

Quanto à capacidade de orientação empreendedora, são detectados possíveis riscos da empresa candidata ao investimento. Alguns exemplos levantados, segundo o IV D, foram “não dar certo, não ter cliente suficiente, precisar de outra rodada de capital, não conseguir outra rodada, não conseguir chegar em um produto vendável, risco de mercado, e, por último, de conflitos entre sócios”.

Já no contexto da **mentalidade global**, importante para o IV D é compreender quão grande é o mercado em que a *startup* atua ou pretende entrar. Também é investigada a situação dos concorrentes, se existem, quem são e em qual estágio se encontram.

Outro aspecto contribuinte no processo de avaliação, para o IV D, é a possibilidade e facilidade de escalar ou replicar a empresa. Isto significa, em suma, crescer o número de clientes tendo a mesma plataforma e equipe interna. Também considera qual é a viabilidade de internacionalização. Segundo o IV D, ainda que não ocorra no futuro a expansão para outros países, ainda é uma vantagem pois contribui para ter possibilidades mais amplas de futuro da empresa avaliada.

O IV D busca ter conhecimento sobre o *portfolio* da empresa. A *startup* D, especificamente, oferece um serviço de gestão para empresas e é considerada uma

B2B. Apresenta integração com aplicativos parceiros e isto é notado como diferencial pelos clientes, segundo o IV D.

4.4.3 Capacidades Gerenciais

A **capacidade analítica** foi evidenciada através da importância que o investidor demonstrou ter sobre o empreendedor. Segundo o IV D, analisar o fundador principal e co-fundadores é uma das primeiras análises a serem realizadas. Quem são eles, se são experientes, se entendem o que estão fazendo, se trabalham na empresa ou apenas tem o nome na sociedade e se a *startup* é sua atividade principal. Neste contexto, o entrevistado destacou que não é necessário saber tarefas e organização do dia a dia da *startup* ou dos sócios, mas que ao conhecê-los e aprovar os empreendedores, decide-se por acreditar na ideia do negócio.

A capacidade analítica foi também identificada no discurso do IV D, ao afirmar que é uma vantagem se a *startup* realizar uma análise do ambiente, ainda que seja por meio do monitoramento informal de mercado e concorrentes.

Já em relação à estrutura, dia a dia e organização da empresa em análise, o IV D não julga relevante saber destes aspectos, pois considera mais importante conhecer de forma detalhada os principais responsáveis da *startup* e seus históricos.

Para a capacidade de **interface**, o IV D comentou que não realiza o levantamento de quem são os parceiros e fornecedores. Não citou exemplos de sujeitos-chave durante a entrevista, mas comentou sobre a importância da *startup* saber quem são seus concorrentes e em qual *status* se encontram. Não detalhou a melhor maneira de ocorrer este levantamento de competidores, se através de trocas, *benchmarks*, conversas ou de outras maneiras. Para o IV D, contudo, é um diferencial se existir uma integração com parceiros renomados.

A respeito de conhecer sujeitos-chave da organização em análise, o IV D reafirmou a importância de conhecer os fundadores e sócios. Para ele, conhecer os demais colaboradores não é o foco da avaliação. Também checa se a carteira de clientes é concentrada ou pulverizada e se há clientes que a *startup* tenha qualquer tipo de dependência.

Durante a entrevista, o IV D citou um exemplo de uma relação da *startup* D, especificamente, com uma aceleradora. Entretanto, não soube comentar se ainda existe algum contrato, ou se há qualquer relação formal vigente.

4.4.4 Capacidades Organizacionais

Para a capacidade de **flexibilidade**, ao ser questionado sobre modelo de negócios, o investidor voltou a um tópico que havia comentado inicialmente. As empresas que chegam até o fundo de VC, no qual é coordenadora, chegam de certa forma maduras, prontas, e que apenas precisam de capital para aumentar sua carteira de clientes. Por este motivo, normalmente não alteram seu modelo de negócios enquanto são avaliadas ou logo após o investimento.

Para a **capacidade absorativa**, quando questionado sobre treinamentos, desenvolvimento, estímulos aos colaboradores, o mesmo desinteresse foi demonstrado. O IV D afirmou que “não é relevante, é uma startup né? Está começando, precisa contratar gente, e não tem nem recursos humanos se bobear” (IV D). Com isto, contradiz uma afirmação precedente de que “as *startups* já chegam prontas e só querem aumentar clientes”.

Perguntou-se ao IV D sobre a distribuição de atividades internas. Neste contexto, respondeu que a equipe do fundo de VC entra no assunto apenas se for muito importante. Tal resposta deixa em dúvida a irrelevância apontada anteriormente sobre a organização e dia a dia da *startup*.

4.5 CASO E

O investidor do caso E representa uma empresa de VC de São Paulo - SP que faz parte de um grupo econômico maior. Foca principalmente em soluções relacionadas ao ecossistema financeiro ou negócios B2B. Diferente dos demais casos, a empresa busca relacionamentos de longo prazo com as investidas e espera retribuição em forma de valor ao seu ecossistema e expertise. “Tenho que poder agregar valor à *startup* ou ela adicionar valor para mim” (IV E).

O IV E procura por *startups* nos estágios *seed* e *Series-A*. No estágio *Series-A*, a *startup* busca recursos para otimizar a base de usuários e criar novas ofertas de produtos e serviços, além de dimensionar o produto em diferentes mercados.

A *startup* do caso E foca em *marketing* digital, automatização de atendimentos e, em geral, atua no relacionamento entre empresas e consumidores. Um de seus diferenciais, para o IV E, é minimizar a interação humana e atender um número maior de clientes sem atendentes.

4.5.1 Fases do Processo de Avaliação

Diversos são os meios pelos quais as *startups* interessadas em receber investimento da empresa E podem chegar até uma avaliação. Segundo o IV E, independente da maneira, todas que entram em contato são avaliadas integralmente. Do ponto de vista da empresa investidora, o método passivo consiste em receber indicações ou contatos via redes sociais, *email* ou *website* da empresa.

Em tais contatos, em geral, as candidatas são consideradas pelo IV E como “muito pouco qualificadas” (IV E). Ele relatou que, até o momento da pesquisa, não fora realizado investimento em nenhuma das empresas que entraram em contato pelo método passivo. Entretanto, afirmou que todas foram analisadas, assim como as que foram buscadas de maneira ativa.

O fluxo ativo, diferente do anterior, pode ocorrer de duas maneiras. A primeira consiste em utilizar pessoas chave dentro da empresa do IV E e do grupo econômico do qual faz parte, a fim de angariar em suas carteiras de clientes ou de contatos potenciais oportunidades de investimento. De acordo com o IV E, ele não possui habilidades comerciais adequadas para esta prospecção e, por isso, outras pessoas

do grupo com maiores capacidades técnicas acabam se responsabilizando por esta etapa.

Para o IV E, a vantagem desse formato de busca por membros internos, para o IV E, é que as empresas indicadas se adaptam mais à tese de investimentos e, acabam, invariavelmente, sendo mais qualificadas. Neste contexto, a equipe comercial do IV E traz a ele uma lista de *startups* consideradas oportunidades. O IV E entra então no *website* e redes sociais de cada uma delas e com isto, faz esforços para compreender qual é o estágio em que se encontram e se realmente se enquadram em sua tese de investimentos.

Em seguida, retorna ao comercial seu interesse em contatar aproximadamente um quinto da relação inicial de empresas que foi apresentada. Desta seleção, cerca de metade é descartada por ausência de contato - falta de resposta no *website* ou sem telefone para contato, por exemplo.

A segunda maneira de prospecção ativa ocorre através de indicações feitas pela rede de relacionamentos de investidores. Ou seja, são outros fundos de VC, outros investidores externos, que indicam *startups* que julgam ser adequadas à tese de investimentos do IV E. Esse compartilhamento é visto como forma de colaboração e não como concorrência. “Quanto mais parecido comigo forem os outros investidores, mais interessante chega a *startup*” (IV E).

Esses investidores que se assemelham mais à sua tese de investimentos, segundo o IV E, nem sempre são noticiados ou conhecidos publicamente. Segundo o IV E, “são muito mais seletivos no investimento, e quando já passou pelo crivo deles, a gente olha com um certo carinho a mais”.

Outras formas ativas foram executadas em períodos anteriores, além das citadas, mas já não estão vigentes pois não foram alcançados os resultados esperados. A empresa pretendia divulgar seu nome para atrair boas oportunidades e aumentar sua rede de relacionamentos. Na prática, participava de eventos e associações em confrarias de investidores.

Após a fase de contato, o IV E agenda um primeiro bate-papo, a fim de conhecer em ambiente informal os responsáveis pela empresa. Em seguida, se houver intenção de seguir com a avaliação, a equipe da empresa investidora propõe a assinatura de um termo de confidencialidade.

Após assinado, o IV E remete uma ficha à *startup*, solicitando uma série de informações (ANEXO 3). Em função do que a empresa apresenta, iniciam-se trocas e

posteriores demandas. Segundo o IV E, tudo que é enviado pela *startup* encontra-se em linhas de *excel* ou em uma apresentação de *power point*. Por isso, para ele, é extremamente importante confirmar e checar tudo que foi apresentado.

De acordo com o IV E, “a gente não investe porque parece ser um negócio maravilhoso ou por ser uma loucura de mercado”. Toda avaliação é embasada no conhecimento e decisão técnica da equipe que está realizando o processo de análise.

Posteriormente às checagens, a empresa em avaliação é encaminhada por uma equipe de diligência, que checa tecnicamente uma série de dados contábeis, financeiros, legais, tributários, entre outros. Se qualquer inconsistência é encontrada, é vista como um alerta para reavaliar o investimento. Entretanto, segundo o IV E, “a gente não viu isso acontecer até hoje”. Em seguida é assinado o termo entre investidor e investida.

4.5.2 Capacidades Cognitivas

Conectado à capacidade de **orientação empreendedora**, o IV E destacou um ponto positivo sobre recursos intangíveis. Durante a entrevista, citou que se houver tecnologia proprietária, ou seja, se a *startup* desenvolver cada linha de código do seu *software*, torna-se uma atratividade devido à rapidez para responder às necessidades e mudanças constantes. Além disso, é importante que a *startup* se preocupe com registrar este desenvolvimento, além da própria marca, para evitar possíveis competidores utilizando suas criações.

Para ele, “na *startup*, que é uma empresa tecnológica, o recurso mais importante e escasso é a tecnologia”. Ao se referir à tecnologia, o IV E englobou linhas de código e desenvolvedores, considerada uma mão-de-obra rara e cara.

Além disso, o IV E considera que a maioria das *startups* possuem uma dependência em torno do sistema, seja desenvolvido internamente ou por terceiros. Neste contexto, “a gente olha o quanto aquilo está bem estruturado, o quanto é proprietário, quão repetível e quanto de recursos ainda precisa para escalar”.

Se foi adquirido de terceiros, para o IV E, não é totalmente personalizado para a *startup*. Se não foi criado internamente, dificulta a evolução e a necessidade de estar sempre em desenvolvimento. Para afirmar isto, o entrevistado comentou que “por mais que você contrate um terceiro para desenvolver, existe um *trade-off* entre contratá-lo ou fazer dentro de casa” para concentrar-se nas atividades principais.

Já quanto aos recursos tangíveis, expôs que a maioria das *startups* que analisa para investimento trabalha em escritórios alugados, *coworkings* ou estão dentro de aceleradoras. Por este motivo, não demonstrou importância quanto à *startup* ter ou não bens ativos. Destacou, novamente, que “o ativo de verdade dela é o sistema (...) e onde tem o valor agregado é no *software*”.

O IV E frisou uma série de riscos que levanta por conta própria durante a avaliação. Discorreu que não costuma receber riscos levantados pela própria *startup*, considerando esta etapa sempre uma tarefa sua. Para ele, quanto menos riscos forem apresentados ao investidor, mais madura a *startup* quer aparentar ser e maior volume de recursos os investidores estarão predispostos a colocar.

Sobre a tecnologia, comentou que dificilmente a empresa desenvolve algo que não seja passível de cópia e apresente um diferencial. Riscos trabalhistas são considerados, devido ao fato de ocorrerem frequentemente contratações de desenvolvedores como pessoa jurídica ao invés de contrato com carteira de trabalho.

São considerados pelo IV E se há riscos da solução ofertada pela *startup* “atuar na margem da interpretação da lei”. Para ele, o perfil do grupo econômico é extremamente conservador e empresas nestes contextos não se enquadram na tese de investimentos. Por fim, sorte e acaso são situações que, para o IV E, a única forma de mitigar estes cenários é possuir bons empreendedores e um bom time na empresa.

Sobre a capacidade de **consciência cultural**, o IV E lembrou que a empresa de VC que atua foca no ecossistema financeiro. Para ele, neste contexto, é extremamente difícil haver espaço para inovação. O setor financeiro possui, segundo ele, uma legislação mais restrita, e, quando surgem soluções aparentemente inovadoras, checa-se a fundo e acabam por descobrir seus trabalhos “na margem da lei”.

Entretanto, o IV E nota que várias *startups* conseguem se destacar por quê avaliam padrões de consumo do mercado financeiro. Deu um exemplo em sua fala sobre bancos cuja carteira de clientes parte da insatisfação de clientes de outros bancos tradicionais. Ou seja, os consumidores são mal atendidos, tem más experiências com grandes instituições, e acabam migrando para bancos menores ou digitais.

Já em relação à capacidade de **mentalidade global**, muito foi destacado sobre o mercado e escopo de atuação da *startup*. O primeiro aspecto, para o IV E, é que ele e a empresa de VC não investem em ideias, em soluções que vão atender uma

necessidade dos clientes. Procuram e investem em empresas que já possuam uma demanda identificada, com mercado mapeado, que se esforçam para ser um ator representativo do segmento que estão atuando.

Para checar quanto a *startup* já se dedicou a essa dimensão, são avaliados itens como proposta de valor, posicionamento atual e pretendido de mercado, expectativa de *market share* e capacidade de replicar sua solução. Também é analisada a presença de competidores anteriores à entrada no mercado. Busca-se levantar quanto de recursos eles possuem e o que torna a *startup* mais eficiente e competente que as demais.

O IV E alegou que precisa estar convencido de que o mercado é grande o suficiente e que há espaço disponível para a *startup* expandir. A *startup* E, especificamente, não faz parte do ecossistema financeiro, e caracteriza-se como uma empresa de modelo B2B que foca em relacionamento digital. Qualquer que seja seu setor de atuação, o IV E avança no processo de análise se concluir “que o cara realmente está bem posicionado” (IV E).

Além do mercado, o IV E analisa a possibilidade de expansão da empresa e como ela pretende alcançar tal crescimento. “A gente não tem problema de investir em uma empresa que esteja queimando caixa, desde que ela saiba onde quer chegar” (IV E). O investidor busca entender em qual momento, neste plano de expansão, a empresa “(...) começará a crescer de forma sustentável e saudável. Crescer gerando caixa é muito mais seguro do que crescer consumindo caixa”.

Para este crescimento ser concretizado, o investidor compreende como será o processo de expansão. Analisa se há metas estipuladas, qual é o número de clientes atuais e clientes pretendidos, qual é o tempo de captação dos clientes atuais e expectativa de captação de novos clientes, quem são os colaboradores atuais e qual é a pretensão de contratações, e, em cima de testes de estresse, busca concluir se o plano é razoável ou não de ser alcançado.

Ainda em relação à mentalidade global, em relação ao *portfolio*, o IV E questiona como a solução ofertada se relaciona com o mercado de atuação e expansão esperada. No caso específico da *startup* E, apresenta um modelo *SaaS*, ou seja, uma vez feita a implementação, há uma receita mensal e recorrente dos serviços prestados.

Um aspecto negativo sobre o *portfolio* é que se a *startup* não tiver “um negócio que já está parametrizado, que clientes diferentes pegam e levam o mesmo produto”.

Ou seja, se a solução exigir uma etapa de implementação, seu tempo de personalização pode ser demasiado grande e isso é visto como uma desvantagem.

O investidor alegou que “já não tenho expectativa de encontrar um negócio disruptivo. Dentro do que ele está se propondo a fazer, tem que estar bem posicionado”, e com isso reforça a importância de identificar o *status* atual e pretendido de mercado.

Ao compreender o posicionamento, analisa-se um possível risco. O investidor analisa e discute com os empreendedores possibilidades de competidores ofertarem uma solução com o mesmo propósito, se são mais eficientes e mais baratos, se possuem interação humana ou não.

4.5.3 Capacidades Gerenciais

A **capacidade analítica** foi apoiada em diversos trechos pelo IV E. Para ele, a análise da equipe da *startup* pode não representar a maior parte do processo, entretanto, “individualmente é disparada a mais importante”. Todos os demais tópicos da avaliação podem ser muito bem pontuados, se encaixarem com suas crenças. O IV E pode estar convicto de que é uma boa oportunidade. Entretanto, se notar que o time da *startup* não é adequado, todos os demais aspectos analisados podem deixar de existir ou sofrerem alterações significativas (ruins) em um curto prazo.

O IV E frisou, que, em geral, os empreendedores que buscam investimento são muito qualificados. Estudam, se preparam, estão constantemente se atualizando em relação ao micro e macro ambiente. Entretanto, algumas *startups* possuem empreendedores que “agem por instinto, sem muita estratégia, e quando veem estão faturando vinte milhões, e mal sabem montar um contas a pagar ou receber”.

Para o entrevistado, se uma *startup* muda seu modelo de negócio, muda sua atuação, estratégia e segmento de mercado, apenas é possível “mudar e ir para o lado certo se houverem fundadores capazes, que conseguem fazer isso” (IV E).

Especificamente da *startup* E, o investidor abordou que o empreendedor, além de qualificações, possui a lealdade e confiança das demais pessoas. Realiza um alinhamento periódico com os demais e apresenta iniciativas de incentivo para diminuir a rotatividade dos membros. Os colaboradores o admiram e o seguem dentro da empresa. “Ele tem o pessoal comprado com ele. É um cara absolutamente encantador, sedutor, admirável” (IV E).

Em apoio à capacidade analítica, o IV E abordou a respeito da estrutura de governança. O entrevistado comentou que o grupo econômico que a empresa de VC faz parte tem uma “certa tradição e conservadorismo” (IV E). Para ele, qualquer empresa que apresente um fator que não esteja absolutamente alinhado com os valores do grupo, é passível de descarte.

O IV E analisa questões fiscais, trabalhistas, ambientais, interações da *startup* com a sociedade como um todo. Tudo que estiver nos documentos apresentados ou nas cláusulas da proposta de investimento devem se refletir todas nas boas práticas do grupo do IV E. “Nós fazemos a coisa da forma certa e tem que ter alinhamento com nossos valores. Não toleramos nada que seja fora disso” (IV E).

“A gente avalia se ela não está sonhando imposto, se o cara está fazendo tudo direitinho, se ele tem as melhores práticas de trabalho perante os funcionários e fornecedores, de igualdade, de transparência, de igualdade, de gênero, raça, credo, religião, tudo que você possa imaginar”. (IV E)

O trecho acima evidencia a busca por empresas que sejam similares as suas práticas de governança. Corresponde ao foco inicial de que o investidor procura empresas que pretendem ter relacionamentos de longo prazo e que agreguem valor ao seu negócio no ecossistema financeiro.

Em relação à capacidade de **interface**, o investidor identifica quem são os atuais clientes da *startup*. Busca compreender o valor e a percepção que eles detêm sobre a empresa, se o serviço ofertado é de qualidade, “quão animados estão com aquele serviço” (IV E), se pretendem continuar com este fornecedor, e, se sim, por quanto tempo e a qual preço.

Além dos clientes, identifica quem são os acionistas, fundadores e cotistas da *startup*. Realiza um levantamento sobre o histórico e situação de cada um destes, e afirmou “não pode ter naturalmente nada que não possa ser explicado sobre eles” (IV E).

Das relações com investidores, o IV E declarou que exige das *startups* uma transparência com estes atores. Isto inclui divulgar informações, abrir instalações, entre outros. “Pode parecer a coisa mais óbvia do mundo, mas não é. Exigimos muita governança das *startups*, próximo de uma sociedade anônima de capital aberto”. Para comprovar tal exigência, deu um exemplo de uma *startup* que o empreendedor “mentia para os investidores, para cada um falava uma coisa. Manipulava os números” (IV E).

4.5.4 Capacidades Organizacionais

Para a capacidade de **flexibilidade**, o IV E destacou sua crença no empreendedor. “Acreditar no cara é saber que em algum momento ele vai mudar o modelo de negócio para algo que faça mais sentido. Vai pivotar, mudar sua atuação, se adaptar, responder às mudanças do ambiente”. Pivotar – em inglês, do verbo *to pivot*, significa alterar o posicionamento e testar novas hipóteses sem perder a posição já conquistada.

No início da entrevista, comentou como encontrou a *startup* do caso E. Já haviam contatado o IV E anteriormente, mas buscava por mentoria. Neste momento prévio, a empresa era um B2C, e, na visão do IV E, não estava estruturada e não parecia uma boa ideia.

Entretanto, os mesmos empreendedores alteraram a solução ofertada, e atualmente oferecem uma solução B2B. Este modelo atende à tese de investimentos do IV E. “Foram pelo lado direito, descobriram que ali não era o caminho e mudaram para o lado esquerdo” e “pivotaram um modelo de negócio duzentas vezes antes de desistir” (IV E). Entende-se, com isto, que, para o investidor, é relevante ver que os empreendedores estão dispostos às mudanças e se há evidências de suas flexibilidades e adaptação.

Para apoiar a capacidade de flexibilidade, citou momentos que consegue verificar a tomada de decisão dos empreendedores. Segundo o IV E, outras *startups* estrangeiras com soluções parecidas muitas vezes passam por rodadas de captação, gastam todos os recursos recebidos em rodadas de captação e não conseguem alavancar a empresa como esperam. A *startup* E encontra-se em um estágio parecido com os pares do exterior, entretanto sustentou-se apenas com capital próprio até então. Para o IV E, é uma amostra de que decisões pertinentes são tomadas, com o auxílio de um fluxo de caixa bem projetado e adequada aplicação de recursos.

Quanto à **capacidade absorptiva**, não foram citados elementos que destacassem a importância da realização de treinamentos e desenvolvimento aos colaboradores. Entretanto, o IV E abordou que, o sistema interno e o *software* que é a solução oferecida aos clientes, normalmente demanda um nível de assertividade, precisão e detalhamento muito alto. Para ele, a *startup* do caso E “está neste nível, são muito eficientes e são muito bons” (IV E).

4.6 CASO F

O IV F entrevistado é sócio de uma gestora em Curitiba-PR especializada em investimento em empresas de tecnologia, tanto *hardware* ou *software* que sejam escaláveis. A gestora possui diferentes fundos de VC, com focos entre estágios *early-stage* e *late-stage*, possibilitando diferentes capitais para investimento, que podem variar entre cinco e trinta milhões de reais por empresa.

A *startup* F era anteriormente era um negócio B2C que auxiliava consumidores a terem informações sobre as empresas de um determinado setor. Ao buscar o IV F como mentor e não como possível investidor, o entrevistado retornou que a ideia não o agradava e não parecia um negócio promissor.

Após um certo tempo, retornaram ao IV F solicitando investimento e apresentaram um modelo B2B, idealizado para atender pequenos lojistas a conhecerem o perfil e comportamento de seus clientes. Com esta plataforma, a *startup* F se propõe a aumentar o faturamento e lucro dos seus clientes [empresas] que atendem. A empresa encontra-se dentro de uma incubadora e possui cerca de seis funcionários.

4.6.1 Fases do Processo de Avaliação

O IV F participa ativamente do processo de avaliação desde o primeiro contato com as *startups* candidatas. Para ele, sua presença nas reuniões iniciais é importante porque “se for para bombar, a gente não perde muito tempo” (IV F). Esta etapa ocorre em forma de entrevista.

O representante do investidor que buscou a oportunidade já deve apresentá-la desde o início ao time sênior. Há uma primeira discussão entre eles para verificar se há interesse em avançar naquela tese, naquela oferta, naqueles empreendedores. Se não houver, a empresa candidata é imediatamente descartada. Caso contrário, inicia-se um processo de avaliação em várias dimensões da *startup*.

A segunda etapa é mais operacional. O IV F acompanha, mas não executa o trabalho da equipe de análise da gestora. Nessa fase, o time realiza uma série de solicitações e “começa a puxar essas informações para montar toda a tese final daquele investimento” (IV F). Também são encaminhados por *e-mail* um questionário

para a *startup* preencher, e, com esses dados, a equipe interna começa a preencher um protocolo, alimentado com as informações coletadas.

Segundo o IV F, se um analista que acaba de iniciar na gestora possui noções básicas sobre investimentos e passar um dia estudando esse protocolo pré-formatado, no dia seguinte teria condições de preencher e acompanhar uma empresa candidata.

Na medida em que as informações são recebidas, é montado um quadro. O terceiro passo é um “vai-e-vem” dos dados coletados, a fim de se obter um refinamento dos dados. Na quarta fase, o quadro é encaminhado para o time sênior que participou das reuniões iniciais, e decide-se em um comitê de investimentos se será feito um acordo, um termo de investimentos ou não.

O quinto passo é a construção de tal acordo, seguido de uma sexta etapa de diligência. Nesta fase, a gestora dispõe de uma sala de dados virtual – em inglês, *data-room*, que significa um repositório *online* de documentos – para ter acesso e arquivar todos os dados coletados na diligência. Por fim, o sétimo passo é a formalização do contrato de investimento e comemoração da gestora.

4.6.2 Capacidades Cognitivas

Em relação à **orientação empreendedora**, o IV F não destacou recursos tangíveis ou intangíveis que sejam essenciais em seu processo de análise. Citou que a *startup* F encontra-se dentro de uma incubadora, e, por isso, utiliza recursos do local como espaço físico, móveis, *internet*, computadores. Além disso, o IV F não busca em seus investimentos inovação plena ou patentes, e sim soluções com diferenciais competitivos.

Já quanto aos riscos, uma série de itens são levados em conta em sua avaliação. Para ele, é muito raro que a *startup* em análise apresente um mapa de riscos. Normalmente, os empreendedores só se preocuparão a partir do momento em que forem apontados riscos em seus negócios. Destacou ainda que, se “o cara vier com muitos riscos, cuidado. O empreendedor de *startup* é um apaixonado, faz qualquer negócio, move montanhas, não enxerga riscos” (IV F). Para ele, isso é uma característica positiva do empreendedor.

Um dos riscos analisados é quanto a possíveis conflitos entre sócios. Para mitigar isso, tenta compreender a interação, afinidade e complementaridade entre os

fundadores. Não é positivo “ser apenas um empreendedor, tampouco ter muitos [mais que cinco]” (IV F).

A gestora explora oportunidades com modelo de negócios B2B. Para o IV F, isto significa investimentos menores e riscos menores do que investimentos em B2C. Um dos riscos associados ao modelo de negócio que é analisado é se a solução possui um tempo de implementação muito longo. O IV F aborda, com os empreendedores, se o tempo do projeto é longo, se pode gerar uma frustração para o cliente e se a *startup* demora para iniciar a monetização com cada cliente.

Outro risco considerado é em relação ao não cumprimento da Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD). O IV F busca compreender se a solução oferecida pela *startup* gerencia informações pessoais dos clientes das empresas que atende ou se lida com quaisquer outros dados pessoais.

Com relação à **consciência cultural**, o IV F comentou que, dependendo da atuação e mercado, observa se a *startup* possui parcerias relevantes. No caso da *startup* F, as parcerias existentes são com provedores de sistemas integrados de gestão empresarial, ou em inglês *Enterprise Resource Planning* (ERP). Na perspectiva do entrevistado, a escolha das parcerias é chave para possibilitar a expansão da empresa, e, se a *startup* F estiver integrada com a maioria dos sistemas de gestão do setor que atua, é visto como uma grande vantagem. Para escolha destes parceiros, a *startup* F considera qual é a penetração de mercado de cada um dos atores, quais são mais fortes e quais apresentam um *market share* maior.

Quanto às possíveis barreiras no negócio, o IV F analisa se existe dependência de alguma lei, regulamento, governo e LGPD. Na *startup* F, segundo ele, é o contrário, pois a empresa é independente destes contextos ou de clientes, fornecedores e parceiros específicos. Este cenário é visto por ele como um ponto atrativo ao investimento.

Ainda em relação à consciência cultural, o IV F solicita estudos sobre padrões de consumo e comportamentos. O intuito é evidenciar quem é o público-alvo, se pequenas ou grandes empresas. A solução proposta pela *startup* F atende um público que não dispõe de tantos recursos para investir em uma plataforma de *Customer Relationship Management* (CRM). Com este estudo, a *startup* mostra se investiga os padrões de seu perfil de clientes e se é um mercado potencial relevante. Mais do que isso, a ferramenta serve, no caso da *startup* F, para o próprio lojista entender o padrão de consumo de seus clientes.

Em diversos trechos da entrevista nota-se a preocupação do IV F quanto à **mentalidade global**. Antes de compreender o mercado, busca aprofundar-se em qual é o *portfolio* da empresa, o que e como é ofertado aos clientes. Procura responder se a oferta possui diferenciais, se é boa o suficiente para o empreendimento alcançar sucesso e qual fatia do mercado de atuação consegue atingir. Para o entrevistado, se não for claro o diferencial ou valor agregado da oferta, não dá continuidade na avaliação.

Na primeira entrevista com as *startups*, o IV F busca, presencialmente, entender qual é o mercado de atuação da candidata. Para o entrevistado, é extremamente relevante este entendimento, pois seu propósito é investir, desinvestir e ganhar dinheiro neste processo de venda. Acredita que o processo de aceleração e crescimento precisa ser rápido, e, se não conseguir, é por quê o mercado não é grande o suficiente.

O ambiente competitivo da *startup* dentro e fora do Brasil também é avaliado. O empreendedor deve apresentar ao IV F dados de mercado, potencial, dados de competidores nacionais e estrangeiros. Ao receber estas informações e confirmá-las, observa se “o potencial de mercado, a oferta, o tamanho é realmente gigante e mal atendido para esse tipo de ferramenta”.

Além disso, o potencial de expansão é relativamente simples de ser avaliado. Analisa a forma que as vendas são feitas, se de forma remota ou não. Além disso, se um dos empreendedores apresentar um perfil mais comercial, facilita a execução de um projeto de expansão.

4.6.3 Capacidades Gerenciais

Na entrevista inicial, um dos itens mandatórios para o IV F abordar é em relação aos empreendedores e equipe como um todo, quem são e se “o time é suficientemente forte” (IV F). Quanto aos fundadores, para o entrevistado é interessante identificar o número de sócios, a afinidade e complementaridade do conjunto. Com isto, destaca-se a **capacidade analítica** e as habilidades em gestão relacionadas.

Verifica-se, desde a primeira entrevista, não apenas a complementaridade de funções, mas também a *coachability* do empreendedor. Ou seja, sua habilidade de escutar, receber *feedbacks* e usá-los para melhorar seu desempenho e da *startup*.

Para o IV F, são importantes duas capacidades dos empreendedores. O conhecimento técnico e a capacidade de execução e entrega. O conhecimento técnico, segundo ele, significa ter um domínio sobre a atividade que exerce e que vai fazer diferença no curto prazo para a empresa.

Para a capacidade de execução, o investidor busca compreender tudo que os empreendedores pretendem fazer em um prazo de trinta dias. Depois deste prazo, volta a falar com eles e questiona se entregaram, como fizeram, quais ferramentas utilizaram. Realiza o mesmo exercício considerando os próximos meses, para entender onde e como serão aplicados os recursos recebidos.

Após realizar esta análise, o IV F conclui se os empreendedores da *startup* avaliada “são disciplinados, se são diligentes, sérios e *coachables*. Uma característica positiva é o conservadorismo. Se são preocupados, responsáveis, pé no chão”.

O IV F comentou que, quanto ao controle e processamento de informações - uma das categorias da capacidade analítica -, é muito comum as empresas *startups* que buscam investimento possuírem um *data-room* com todas as informações que são pedidas pelos analistas de investimentos. O IV F citou que às vezes é surpreendido com a disponibilidade rápida e organizada desses dados. O entrevistado não detalhou o contexto em que a *startup* F se encontra com relação à organização de dados e disponibilização.

O IV F preocupa-se também em conhecer como as informações são controladas internamente. Analisa o histórico dos sócios, que no caso da *startup* F, um deles atuava anteriormente na área financeira e contábil, e intermedia a relação da *startup* com “uma contabilidade terceirizada que faz muito precariamente a parte contábil” (IV F).

Para o IV F, em geral, as *startups* costumam utilizar muitas planilhas *excel* para se organizar, e, “como bons *startupeiros*, usam ferramentas como máquina de vendas, funil de vendas, *softwares* de apresentação. Normalmente são muito plugados nessas novas tecnologias”.

Sobre a capacidade de **interface**, o IV F mapeia junto com os empreendedores quem são os principais atores da sua cadeia. Exemplos da *startup* F são a incubadora, o ecossistema de inovação da cidade que se encontram, organizações de empreendedorismo como a Endeavor, os clientes e os parceiros. A incubadora é um parceiro o qual disponibiliza as instalações da *startup*.

Quanto ao ecossistema de inovação, o entrevistado citou que a *startup* F “é muito bem relacionada e atuante com outras *startups* do ecossistema. Depois entrou na Endeavor”. Em relação aos clientes da empresa em análise, o IV F entra em contato com alguns para questionar o que a *startup* resolve para eles e “quão animados estão aqueles clientes” (IV F).

Outro ator na cadeia da *startup* F, segundo o entrevistado, são os parceiros de ERP. Ao identificá-los, o investidor entra em contato com alguns para entender como ocorre a interação entre e nota sua importância para o crescimento esperado da *startup* em análise.

Para encontrar estes parceiros de ERP, a *startup* participa de eventos e feiras frequentemente. Mostram sua plataforma e são procurados por representantes de tais sistemas de ERP. Também vão até empresas do setor que pretendem atender e fazem o contrário, perguntam qual é o sistema que faz a gestão de seu negócio, a fim de identificar quem são potenciais aliados.

Estas parcerias são vistas como positivas tanto para a *startup* como para o parceiro, pois o cliente final de ambas empresas é o mesmo. Desta forma, acabam colaborando entre si e facilitam o acordo de integração, a fim de realizarem vendas conjuntas e ambos se beneficiarem.

Segundo o IV F, às vezes tais relações são informais, “de boca” (IV F). Estas empresas parceiras da *startup* F, além do fornecimento de *software*, são a base de extração de dados de clientes. O IV F acrescentou que, aos poucos, a *startup* vai aprimorando o contrato, até chegar em um modelo adequado e seguro.

4.6.4 Capacidades Organizacionais

Quanto à **flexibilidade**, como comentado anteriormente, a *startup* F adaptou uma ideia potencial com modelo B2C para um atual negócio B2B em poucos meses, após mentoria e sugestões do IV F. Para o investidor, o requisito para ser considerada é ter uma receita recorrente, e não apenas uma venda pontual para cada cliente. Segundo ele, não é um problema se a *startup* tiver um *hardware*, desde que fosse um facilitador para ser um SaaS.

Uma adaptação implementada pela *startup* F foi a de deixar de cobrar o *set up* da implementação. Após algumas vendas cobrando o *set up* e depois recebendo a

receita recorrente, decidiram incluir os custos da implementação no valor mensal cobrado. “Definiram um bom valor, um bom tíquete médio, e isso é analisado” (IV F).

Associado a um dos riscos comentado previamente, o IV F analisa o tempo de entrega de cada venda. “A *startup* F eu diria que foi pelo menos dois anos para resolverem. Trabalharam e trabalham muito, é um suador, o crescimento está mais lento do que o esperado” (IV F). Com isso, uma *startup* mostra ao IV F sua adaptação às demandas dos clientes e se consegue manter sua oferta e proposta de valor. “A *startup* F sempre teve com bastante foco. O que muda constantemente é o tamanho das equipes de desenvolvimento, de vendas, a metodologia de vendas, ferramentas internas, área de trabalho e investidores. Isso tudo muda” (IV F).

Sobre a **capacidade absorativa**, o entrevistado novamente repetiu a importância do empreendedor ter um perfil *coachable*. Além disso, destacou que os empreendedores da *startup* F “são muito bem educados, em boas universidades, com cursos fora do Brasil. São sofisticados” (IV F). O investidor não comentou da importância da experiência, e se há iniciativas de treinamento e desenvolvimento para os demais colaboradores.

A respeito da comunicação entre *startup* e atores externos, o IV F comentou que “a gente gosta de ser o primeiro a investir, e nesses casos normalmente não tem um *data-room* preparado de informações”.

5 ANÁLISE DOS DADOS

A presente seção traz as comparações entre os seis casos. Primeiramente, são destacadas as etapas descritas pelos investidores no processo de avaliação, contrapondo-se os casos entre si (QUADRO 7).

Em seguida, para cada capacidade observada, comparam-se os resultados entre os casos A a F, a fim de se sublinhar características comuns às capacidades. Identificam-se, portanto, os códigos das capacidades que compõem cada grupo das CDs embrionárias, detalhados no Quadro 3. Cada capacidade apresenta-se em uma seção distinta, onde os achados do levantamento são comparados com o relato disponível na literatura.

A terceira seção responde aos elementos e contextos que foram relatados pelos investidores como não contributivos ao processo de avaliação e decisão de investimento. São aspectos relacionados às CDs embrionárias e atendem ao quarto objetivo específico proposto neste estudo.

5.1 PROCESSO DE AVALIAÇÃO DAS STARTUPS

Antes de compreender a existência e configuração das CDs embrionárias no processo de investimento, é preciso conhecer o processo de seleção e avaliação de cada investidor. Contextualiza-se, nesta seção, como os investidores identificam as *startups* e as etapas do processo de avaliação até a assinatura de documentos. Com isto, atende-se ao primeiro objetivo específico deste estudo – “compreender as etapas do processo de avaliação da *startup*”.

No caso A, a prospecção de oportunidades de investimento ocorre de duas formas: de maneira passiva, por meio do recebimento de contatos via *website* do fundo de VC, *e-mail*, ou rede de relacionamentos dos sócios, e, de forma ativa, quando os sócios buscam contato direto com a *startup* na *internet* ou em fontes de dados. Ao acessar o *website* do fundo, foi encontrada com facilidade a opção de entrar em contato com a equipe, através do preenchimento de um formulário de contato (ANEXO 4).

No caso B, o investidor-anjo foi contatado por um ex-colega de trabalho que buscava investimento em sua empresa. Não foram citadas etapas do processo de

prospecção e de avaliação, devido à *startup* investida ser de um indivíduo de seu círculo pessoal.

No caso C, as *startups* que buscam investimento podem contatar a gestora através do *website*, *e-mail*, telefonema. Ao buscar no *website* da empresa gestora, foram encontrados o endereço, telefone, *e-mail* e redes sociais do investidor. De forma ativa, o IV C participa de eventos, procura notícias, busca informações e contata relacionamentos do ecossistema de *startups*. Também recebe indicações de sua rede de *networking*.

O caso D, um investidor de um fundo de VC conhecido no meio de investimentos, recebe um número expressivo de oportunidades de forma passiva. Essas abordagens ocorrem por meio de indicações dos cotistas do fundo, de co-investidores, aceleradoras, contatos do ecossistema, assim como aproximações via *linkedin*, *e-mail* e *website*. No *website* do fundo, foi localizada a opção de envio do *pitch*, com opção de modelo a ser seguido pelas *startups* (ANEXO 5).

O caso E recebe contatos por meio do *website*, *linkedin* e *e-mail*. Através do *website*, as *startups* interessadas preenchem um pequeno formulário (ANEXO 6) para que a empresa entre em contato. Também prospecta de forma ativa, com pessoas-chave que angariam oportunidades em suas carteiras de clientes. De acordo com o entrevistado, essas indicações são as mais proveitosas, visto o conhecimento prévio sobre sua tese de investimentos.

O IV F é um profissional sênior que participa ativamente do processo de avaliação desde o primeiro contato. No *website* da empresa que o IV F atua, constam como canais disponíveis uma seção de 'fale conosco', um telefone de contato e um *e-mail*. Durante a entrevista, não detalhou se recebe contatos passiva ou ativamente e como ocorrem.

Independente do caminho de prospecção percorrido, as *startups* candidatas ao investimento iniciam um período de avaliação que depende de cada investidor (QUADRO 7). Nos casos A, C, D e E percebe-se que os profissionais sêniores não atuam desde o início dos contatos e processo de avaliação. Após a prospecção, nestes casos, uma série de dados é solicitada pela equipe operacional, que executa as primeiras análises.

Nesses mesmos casos, o principal propósito desses primeiros passos é construir uma tese sobre a *startup*, checar se ela se encaixa no perfil pretendido de

investimentos e depois apresentar ao Comitê de Investimentos para tomada de decisão dos sócios e profissionais mais experientes.

No caso B, como foi um contato pessoal, o IV B foi o único indivíduo presente em todo período de conhecimento da empresa e negociação dos termos.

Já no caso F, o IV F participa desde o primeiro contato. Segundo ele, “na gestora a gente tomou a iniciativa de inverter um pouco este processo. Eu, por exemplo, participo das reuniões iniciais. A gente não perde muito tempo” (IV F). Uma possibilidade de pesquisa futura é investigar o aproveitamento e eficiência de processos de avaliação de *startups* onde os sócios ou profissionais mais experientes participam ou não desde o início.

Todos os casos entre A e F solicitam dados e informações em determinados passos. Considerando isto, entende-se que seria um aspecto positivo, de acordo com o IV F, que as *startups* se preparassem previamente para uma avaliação, compilassem documentos e se concentrassem em um tipo de *data-room* ou nuvem *online*.

Notou-se que os casos A, D e F abordam a existência de um Comitê de Investimentos interno, entretanto não foram dados detalhes sobre como ocorre esta reunião e decisão de investir ou não. Por isso, outra sugestão de pesquisa futura é, através de observação, acompanhar como ocorrem tais comitês e como as *startups* podem se preparar e o que apresentar previamente, para terem maior chance de serem aprovadas.

Por fim, destaca-se que o investidor-anjo entrevistado no caso B foi quem menos apresentou um protocolo e etapas de avaliação, pelo fato de investir como indivíduo e não ter uma empresa de investimentos associada. Uma sugestão para estudos futuros é ampliar esta pesquisa para uma amostra maior de investidores-anjo e buscar compreender como é o processo de avaliação de outros pares. Desta forma, não é possível concluir se a ausência de etapas é comum ou não para este tipo de investidor, e se o acesso das *startups* a investidores-anjo pode ser considerado um processo mais facilitado ou não.

Todos os entrevistados estavam cientes dos objetivos e contexto da entrevista. Por isso, vários não se aprofundaram em relação aos aspectos quantitativos, que não foram objeto de estudo desta dissertação.

Como sugestão de pesquisa futura, podem ser levantados quais números, cálculos, índices e indicadores, além do *valuation* da *startup*, são analisados, e como,

pelos investidores, no processo de avaliação de investimento. Ainda assim, todos eles citaram em algum momento da entrevista aspectos quantitativos.

QUADRO 7 – SUMÁRIO DAS ETAPAS DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO

Caso	Etapas	Descrição	Detalhes
A	1	Agendamento de uma reunião	Complementada pela <i>startup</i> com material de apoio e <i>pitch deck</i>
	2	Reunião interna do Fundo de VC	Apresentação a todos os membros sobre os pontos essenciais da oportunidade
	3	Cálculo do TAM	Cálculo do mercado total endereçável
	4	Análise da <i>startup</i>	Solicitação à <i>startup</i> de dados e informações. Realização de entrevistas. Duração entre duas semanas e três meses.
	5	Reunião do Comitê Interno do fundo de VC	Decisão entre sócios sobre perseguir ou não a oportunidade.
	6	<i>Deep-dive</i>	Detalhamento de informações de clientes, produto, solução ofertada, cultura e time.
	7	Pontuação das informações e agrupamento em <i>clusters</i>	Ver Anexo 2
	8	Decisão de investimento	Por votos simples dos sócios do fundo de VC.
	9	Elaboração do <i>term-sheet</i>	Discussão dos principais termos e condições do acordo
	10	Diligência	Contratação de uma consultoria externa que detalha aspectos contábeis, fiscais e legais.
	11	Finalização do Processo	Assinatura de contrato e conclusão da transação.
B	1	Investimento realizado em empreendedor que possuía contato pessoal	Personograma e confiança no empreendedor.
C	1	Bate-papo presencial ou chamada de vídeo	Foco em conhecer os empreendedores e entender o negócio em linhas gerais. <i>Startups</i> podem usar apresentações, <i>pitches</i> e dados internos como apoio.
	2	Análise quantitativa	Um time especializado da gestora é acionado.
	3	Mapeamento do setor	Feito pela gestora, contata clientes e fornecedores atuais. Busca <i>startups</i> do mesmo escopo de atuação.
	4	Elaboração de um relatório de análise	Compila números, aspectos dos empreendedores, produto, concorrência, correspondência com a tese de investimentos, expectativa de saída, potenciais compradores no futuro.
	5	Discussão das cláusulas do contrato de investimento	Discussão dos principais termos e valor da operação
	6	Realização da proposta à <i>startup</i>	Operacionalização de tarefas burocráticas.
D	1	Envio de formulário via <i>e-mail</i>	Preenchimento pela <i>startup</i> de uma série de aspectos
	2	Entrevista	Agendada e conduzida por equipe operacional da gestora de VC. São preenchidas perguntas a fim de pontuar a <i>startup</i> com um Scorecard.
	3	Solicitação e análise de dados e informações	Participa uma equipe mais ampla da gestora de VC e preenche-se outro Scorecard.
	4	Elaboração de um resumo <i>one-page</i>	A gestora reúne as principais informações de cada <i>startup</i> candidata e distribui o documento para os sócios do fundo.
	5	Comitê de Investimentos	A gestora auxilia a <i>startup</i> a se preparar para a reunião, responder os questionamentos feitos pelos sócios. Decide-se pela realização do investimento ou não
E	1	Bate-papo com os empreendedores	Realizado usualmente de maneira informal

	2	Assinatura de Termo de Confidencialidade	O propósito é assegurar à <i>startup</i> que suas informações não terão uso indevido ou repassado à terceiros.
	3	Ficha de informações	O IV E envia à <i>startup</i> solicita uma série de informações.
	4	Confirmação e checagens das informações	Análise detalhada, vai-e-volta de solicitações
	5	Diligência	São checados dados contábeis, financeiros, tributários e legais por uma equipe especializada.
	6	Assinatura do termo de investimento	
F	1	Entrevista	O IV F participa desde o primeiro contato.
	2	Solicitação e análise de documentos e informações	Uma equipe operacional da gestora executa os procedimentos de análise.
	3	Envio de questionário	As respostas são insumos para o passo 4.
	4	Preenchimento de Protocolo	Com as informações coletadas, preenche-se um protocolo no sistema da gestora.
	5	Quadro da tese de investimentos	Montagem pela equipe da gestora de um quadro para evidenciar ou não a adequação à tese da investidora. Solicitam-se mais informações, se necessário, para refinar os dados do quadro.
	6	Comitê de Investimentos	O quadro é encaminhado para o time sênior da gestora, e decide-se no comitê o tipo de proposta que será feita à <i>startup</i> .
	7	Construção do acordo de investimento	
	8	Diligência	É utilizado um <i>data-room</i> da gestora para concentrar e arquivar todos os achados da diligência.
	9	Formalização do contrato	

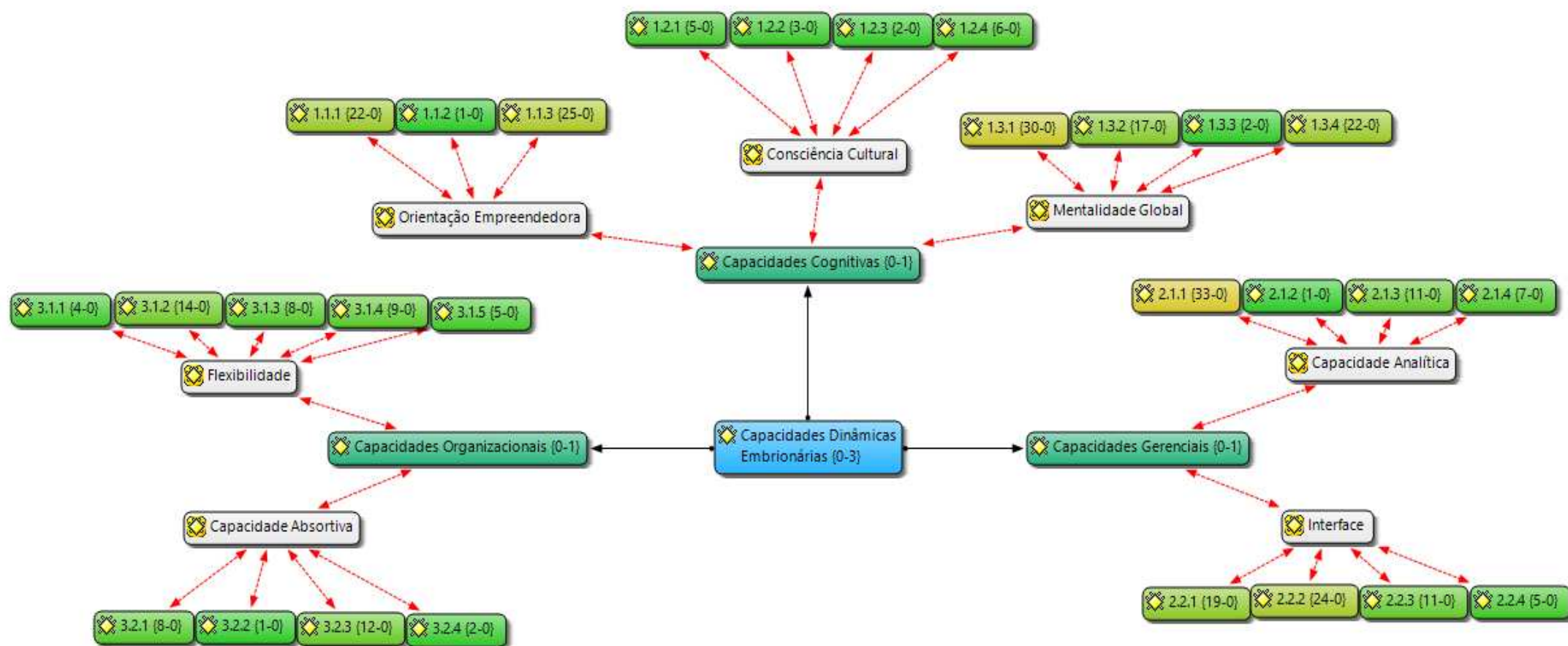
Fonte: A autora (2021).

5.2 CAPACIDADES DINÂMICAS EMBRIONÁRIAS

De acordo com Boccardelli e Magnusson (2006), as CDs podem existir já no momento de início de um empreendimento, principalmente nos poucos indivíduos que constituem a equipe empreendedora. Observou-se que os casos analisados possuíam entre cinco a dez funcionários, contando com os empreendedores.



Os resultados de cada caso do *software* Atlas ti 7 encontram-se no Apêndice F. Na figura 6 a seguir são apresentados os resultados do *software* que compilam os seis casos. A legenda de cada código apresenta-se no Apêndice E. A seguir são realizadas as comparações entre casos e com a literatura, das capacidades cognitivas, gerenciais e organizacionais, respectivamente.

FIGURA 6 – RESULTADOS ATLAS TI. 7



Fonte: A autora (2021).

5.2.1 Capacidades Cognitivas

Para as capacidades cognitivas de **orientação empreendedora**, **consciência cultural** e **mentalidade global**, foram agrupados nas seções a seguir os achados de cada uma das capacidades. Além disso, a presença foi simbolizada por um ícone  e a ausência por , de cada código (QUADRO 8) dos componentes das CDs embrionárias, expostos na seção 3.7.

QUADRO 8 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES COGNITIVAS

Componente	Código	Descrição	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E	Caso F
Orientação Empreendedora	1.1.1	Recursos	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	1.1.2	Novos produtos ou serviços	✗	✗	✓	✗	✗	✗
	1.1.3	Riscos	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Consciência Cultural	1.2.1	Escolha Parceiros e fornecedores	✗	✓	✓	✗	✗	✓
	1.2.2	Barreiras	✓	✗	✗	✗	✓	✓
	1.2.3	Novas Tecnologias	✓	✗	✓	✗	✗	✗
	1.2.4	Padrões de Consumo	✗	✓	✓	✗	✓	✓
Mentalidade Global	1.3.1	Mercado de atuação	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	1.3.2	Expansão	✓	✓	✗	✓	✓	✓
	1.3.3	Benchmarks/Trocas	✗	✗	✓	✗	✗	✗
	1.3.4	Portfolio	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: A autora (2021).

Ao contrário do exposto por Eriksson *et al.* (2014), as capacidades cognitivas foram facilmente observadas pelos investidores. Entretanto, autores e entrevistados concordam que essas capacidades são a fonte de identificação e contínuo escaneamento de oportunidades para a expansão da organização.

5.2.1.1 Orientação Empreendedora

De acordo com Eriksson *et al.* (2014), a capacidade de orientação empreendedora envolve a orquestração de ativos e recursos controlados pela organização. A seguir, foram mapeados quais recursos cada investidor observa e julga relevante no momento antecedente à decisão de investimento.

O IV A, C e D consideram os recursos humanos da *startup*, ou seja, o time, os colaboradores, os empreendedores, como um dos recursos mais importantes das empresas analisadas, pois servem para desenvolver tecnologia. Foram citados exemplos pelo IV C, como o time de desenvolvedores, tecnologia e comercial. Pelo caso D, foi comentado que quando se candidatam, “já possuem uma equipe boa” (IV D).

Os casos A e B destacaram também que a própria solução oferecida [o *software*], como ativo intangível, representa a empresa em si e é muito importante. O IV D também destacou que normalmente as empresas que se candidatam ao seu processo já se encontram bem avançadas nesse recurso.

O caso E destacou que o recurso mais importante e escasso, em sua visão, é a tecnologia. Referiu-se, neste momento, à tecnologia proprietária, linhas de código e desenvolvedores.

No caso B, o entrevistado comentou que, em geral, as *startups* possuem capital limitado e endereçado para um certo tempo de sobrevivência. Além disso, os recursos destacados pelo IV B, além do *software*, foram o *website* da empresa, o aplicativo, o modelo de cobrança e o sistema de contabilidade.

Comentados com menos destaque, o IV A observou o que a *startup* possui de bens móveis e material de informática. No caso C, o investidor julga que é necessário apenas bens móveis [cadeiras] suficientes para suportar a equipe. O caso E complementou acerca do local de trabalho, e, que em geral, as *startups* encontram-se em escritórios alugados, espaços de *coworking* ou dividem espaços dentro de aceleradores.

O caso F concordou com o menor destaque para os recursos tangíveis, ao contextualizar que a *startup* F encontra-se dentro de uma incubadora e utiliza espaço físico, móveis, *internet* e computadores do próprio local. Para o IV F, não há nenhum recurso tangível ou intangível que seja essencial para sua decisão de investimento.

O tema de patentes e registros foi considerado pelo IV A irrelevante. Já o IV E abordou os recursos intangíveis como um vantagens. Para o IV E, se houver tecnologia proprietária e a própria *startup* escrever cada linha de código, é um diferencial para atender rapidamente às necessidades e demandas internas e externas. Além disso, destacou a relevância de registrar esse desenvolvimento e sua marca, a fim de evitar outras empresas utilizando posteriormente o mesmo nome ou solução. Foram compilados os recursos citados em cada caso no Quadro 9.

QUADRO 9 – RECURSOS TANGÍVEIS E INTANGÍVEIS CITADOS

Caso	Recursos destacados	Recursos destacados como não relevantes
A	Recursos humanos [pessoas], tecnologia, <i>software</i> .	Bens móveis, materiais de informática, patentes e registros.
B	<i>Software</i> , <i>website</i> , aplicativo, modelo de cobrança, sistema de contabilidade.	Não foram citados.
C	Recursos humanos e bens móveis para os colaboradores trabalharem [cadeiras, local].	Não foram citados.
D	Recursos humanos e <i>software</i>	Não foram citados.
E	Tecnologia proprietária, linhas de código, desenvolvedores, <i>software</i> , registro do desenvolvimento e da marca,	Espaço de trabalho [escritórios alugados, <i>coworkings</i> ou aceleradoras]
F	Não foram citados.	Espaço físico, móveis, <i>internet</i> e computadores da incubadora.

Fonte: A autora (2021).

As capacidades servem para alocar os recursos estratégicos necessários e atender às oportunidades percebidas (GREWAL e TANSUHAJ, 2001; KUMAR et al., 2019). Para o desenvolvimento de novos produtos e serviços, o caso A destacou que, para novas soluções serem cogitadas, é fundamental que haja interação e *feedbacks* dos clientes, a fim de ratificar os ideais e modelo de negócio escolhido pela empresa. Estas práticas, para o IV A, contribuem para o aprendizado e podem agregar novos elementos na solução oferecida.

Já no caso C, o entrevistado citou que “a gente não se apega tanto ao produto, aos números, aos dados” (IV C). Devido ao estágio [inicial] que as *startups* se encontram, o IV C acredita que o produto ou serviço será passível de sofrer várias mudanças, além do desenvolvimento de novas ideias.

Para Eriksson *et al.* (2014), a capacidade de orientação empreendedora também diz respeito à habilidade de assumir riscos e sua proatividade. O IV A destacou que o mapeamento é uma tarefa de responsabilidade do investidor, não apenas da candidata ao investimento. IV A e IV E concordaram que dificilmente o empreendedor traz à avaliação riscos de seu negócio.

O IV E concordou que é uma tarefa sua o levantamento de riscos. Complementou que, em sua perspectiva, quanto menos riscos forem apresentados pelo empreendedor, mais madura a *startup* quer aparentar ser e, conseqüentemente, maior volume de recursos os investidores estarão dispostos a desembolsar.

Além disso, o IV E abordou que em geral, os empreendedores só se preocupam com cenários de risco e possíveis planos de atuação quando investidores ou outros *stakeholders* apontam riscos que enxergam em seus negócios.

Entretanto, Oliva *et al.* (2011) afirmam que as *startups* devem assumir riscos diferentes, devido ao seu maior apetite e tolerância, decorrentes de seu *design*, estrutura, estratégias e objetivos. Entende-se, desta forma, que o revelado pelos entrevistados não corresponde às expectativas da literatura, visto que os empreendedores já deveriam ter mapeado seus riscos e apresentado formas de mitigar através de, por exemplo, arranjos colaborativos ou combinação de recursos. Os riscos mapeados nos casos A a F apresentam-se no Quadro 10.

QUADRO 10 – RISCOS MAPEADOS PELOS INVESTIDORES

Caso	Riscos citados em Geral	Riscos específicos da <i>startup</i> analisada
A	Conflitos entre sócios da <i>startup</i> , produto mal ajustado, time sem experiência, pouco crescimento, muitos competidores.	Riscos operacionais, se é difícil executar, riscos legais, risco de uma empresa grande entrar e roubar a carteira de clientes, não conseguir estruturar um modelo de negócio eficiente.
B	Não foram citados.	Dependência do fundador, alto montante de bens ativos, dificuldade em contratar seguros para tais bens, risco de crédito, medo de rechaço pela seguradora em relação ao perfil de cliente, excesso de sinistros.
C	Risco de não ter retorno sobre o investimento [perda], de precisar de mais recursos, de não ter sucesso, riscos de mercado, de concorrência, de produto, de gestão, da execução da estratégia, de <i>go-to-market</i> , da oportunidade de mercado ser pequena.	Complexidade da implementação do produto.
D	Não dar certo, não ter clientes suficientes, precisar de outra rodada de capital, não conseguir outra rodada, não conseguir	Não foram citados.

	chegar em um produto vendável, risco de mercado e brigas entre sócios.	
E	Tecnologia ser copiada, contextos de sorte e acaso.	Dependência do sistema, complexidade de copiar o <i>software</i> , riscos trabalhistas, risco da solução atuar “na margem da interpretação da lei” (IV E).
F	Conflitos entre sócios, não ter riscos mapeados.	Risco associado ao modelo de negócio, tempo de projeto de implementação muito longo, riscos associados ao armazenamento e uso de dados pela LGPD.

Fonte: A autora (2021).

Para o caso C, o estágio inicial das empresas candidatas ao investimento é um aspecto negativo, pois significa que o risco de perda percebido é ainda maior, pois grandes mudanças podem ser necessárias para desenvolvimento do negócio e exigir mais recursos do que planejado. Além disso, afirmou que esta demanda extra de capital não é garantia de alcançar sucesso e um desempenho melhor.

O IV E destacou que, independente se o sistema for desenvolvido internamente ou não, existe um risco de dependência do sistema. Se desenvolvido por terceiros, é mais difícil de adaptar às suas necessidades e não é totalmente personalizado para a *startup*. Por isso busca compreender a complexidade do desenvolvimento, se é repetível e se são necessários mais recursos para escalar.

Ao analisar os riscos levantados pelos entrevistados e, considerando Gajendran *et al.* (2014), entende-se que para mitigar os riscos mapeados, diferentes combinações de capacidades cognitivas devem ser buscadas, pois permitem às organizações avaliar e implementar inovações, a identificar problemas nos processos e desenvolver melhores abordagens para enfrentá-los.

5.2.1.2 Consciência Cultural

A consciência cultural, segundo Eriksson *et al.* (2014), precisa ser combinada às capacidades de orientação empreendedora e mentalidade global. A consciência cultural significa a abertura e compreensão de outras culturas, além de permitirem e motivarem os empreendedores a tomarem decisões, reconhecerem oportunidades e a agirem proativamente em mercados globais.

Para analisar este contexto, observou-se primeiramente sobre a existência de barreiras. O IV A comentou, com uma perspectiva negativa, sobre a ausência de barreiras em startups. Existe a possibilidade de um concorrente oferecer uma solução exatamente igual, devido à falta de inovatividade do produto e pelo produto não se

caracterizar como uma invenção para registrar no Instituto Nacional da Propriedade Intelectual (INPI), além de ser um processo complexo e demorado.

Já o caso C complementou acerca das barreiras tecnológicas ao destacar a possibilidade da *startup* enfrentá-las, pois a empresa pode depender de um sistema antigo de integração. Se o sistema carece de melhorias e se não forem atendidas, pode afetar a continuidade do negócio.

O IV F exemplificou barreiras quanto à lei, normas, governo e LGPD. Contudo, a *startup* analisada no caso F não tem que lidar com nenhum destes aspectos, sendo isto visto como atrativo pelo investidor. A empresa é independente nestes cenários e não depende de atores-chave específicos.

O IV E atua no ecossistema financeiro e citou como barreira, assim como o F, a legislação mais restrita do setor, que inibe inovações e incentiva negócios “a margem da lei” (IV E). Entretanto, ainda nesta limitação, é avaliando padrões de consumo que algumas *startups* conseguem se destacar, como o exemplo citado anteriormente, de *fintechs* cujo público-alvo é o cliente insatisfeito de uma instituição financeira maior.

O IV B destacou, no âmbito da *startup* em análise, a respeito dos padrões de consumo. Abordou a importância de definir o perfil de cliente desejado, pois a demora nesta decisão pode acarretar despesas extras de sinistralidades [devido ao grande montante em ativo fixo que a *startup* dispõe] e risco de crédito.

O IV C também colaborou em relação aos padrões de consumo, pois, além das informações prestadas pela *startup*, a gestora se encarrega de analisar o perfil de clientes desejados, tamanho e dinâmica do mercado de atuação. Idem para o caso F, que precisa ser convencido que o perfil de clientes [empresas] é adequado, quais são seus comportamentos e se é realmente um potencial mercado. A investigação é realizada conjuntamente entre investidor e *startup* F.

Além disso, o IV B também busca indagar o empreendedor da *startup* sobre comportamentos em seu mercado. Questiona por que não há empresas oferecendo a solução e como ela pode agregar valor aos clientes atendidos. Ciente de um potencial rechaço e preconceito por atender um perfil de cliente com poder aquisitivo mais baixo, o IV B decidiu perseguir a oportunidade da *startup* B.

O IV C complementou a discussão dessa capacidade, através de citações acerca da escolha de parceiros e fornecedores. Tal processo comumente se dá através de indicações e boca a boca, e, pelo IV F, escolhidos por critério de

penetração de mercado do ator. O IV F destacou a importância de serem acordadas parcerias-chave desde o início da *startup*, pois um relacionamento próximo a eles possibilita uma expansão mais rápida.

Os contextos observados sobre barreiras tecnológicas, governamentais, análise de comportamentos e padrões de consumo, e escolha de parceiros corroboram com a visão da literatura. Eriksson *et al.* (2014) sustentam que a consciência cultural se caracteriza como um atributo comum a toda organização – e não se restringe apenas à gerência.

5.2.1.3 Mentalidade Global

Sobre a capacidade de **mentalidade global**, nos casos A e B os entrevistados concordam que o *portfolio* é um tema que deve ser discutido com a *startup* desde o primeiro contato. Compila-se, nesta seção (QUADRO 11) o que foi relatado sobre *portfolio*. Na primeira coluna, apresentam-se os dados sobre o processo geral de avaliação de *startups*, e, na segunda, o relato sobre as empresas específicas de cada caso.

No caso B, relata-se sobre o produto e como será oferecido aos clientes finais. A *startup* B trouxe ao IV B, além da solução que já se encontra em desenvolvimento, ideias de serviços adicionais que serão testados paralelamente ao negócio principal. Mas, para o IV B, é mais relevante compreender a necessidade do cliente e como a candidata se propõe a atendê-la.

O IV C acredita que, ao conhecer mais a fundo o *portfolio* existente, é possível mitigar riscos e possíveis contingências da oportunidade de negócio.

O IV E apresentou uma conexão entre conhecer o *portfolio* disponível e entender como a solução se relaciona ao mercado de atuação e expansão esperada. Independente do *portfolio*, o entrevistado não espera encontrar um negócio disruptivo, apenas que a empresa se encontre bem posicionada no mercado de atuação escolhido.

No caso F, encontraram-se similaridades. O investidor busca responder, ao conhecer o *portfolio*, quais são os diferenciais e valor agregado da proposta. Se tais itens não forem evidentes e claros o suficiente, não dá continuidade no processo de avaliação.

QUADRO 11 – CONTEXTO DE *PORTFOLIO* ANALISADO

Caso	Temas de <i>portfolio</i> citados em Geral	Temas de <i>portfolio</i> específicos da <i>startup</i> analisada
A	O que ela oferece, do que é feito, como funciona, quais são os diferenciais.	Diferencial é a velocidade que agilizará transações, além da facilidade de escolha.
B	Qual produto ela oferece, como será oferecido.	Compreensão do negócio principal, possíveis serviços agregados a oferecer.
C	Não foram citados.	Aprofunda-se sobre o que a <i>startup</i> faz. O IV C conhece a linguagem de programação e questões de segurança de dados da plataforma.
D	Conhecer o <i>portfolio</i> para mitigar riscos.	Foca em conhecer o que a <i>startup</i> faz.
E	Não foram citados.	Conhece o <i>portfolio</i> , que naquele momento eram projetos individualizados de implementação e depois traziam receita recorrente.
F	Clareza do diferencial e do valor agregado oferecido.	O que e como é ofertado aos clientes, quais são os diferenciais do <i>portfolio</i> .

Fonte: A autora (2021).

O código de mercado foi considerado uma exigência de tema desde as primeiras etapas do processo de avaliação, para o IV A, C e F.

Os tópicos levantados em todos os casos encontram-se no Quadro 12. O empreendedor deve apresentar ao IV B um estudo aprofundado e demonstrar conhecimento e interpretação do mercado existente. O IV B considera relevante se o empreendedor estabelecer contato com potenciais fornecedores, parceiros e clientes e não se preocupa em confirmar as informações.

O IV E não investe em ideias ou possíveis mercados. Busca e realiza investimentos em *startups* que já tenham uma demanda identificada, uma solução para oferecer, um mercado mapeado e um potencial *market share* representativo.

O IV F, busca compreender o mercado de atuação e sua relevância. Com isso, deseja planejar o investimento, desinvestimento e quanto espera lucrar neste processo. A aceleração, para o IV F, precisa ser rápida. Caso contrário, provavelmente o mercado não seja grande o suficiente.

O Quadro 12 compila aspectos relatados sobre mercado, tópicos abordados em geral no processo avaliativo e o que foi levantado especificamente das *startups* dos casos A a F.

Relacionado ao mercado de atuação, são analisados cenários de expansão, potencial de mercado e planos dos empreendedores para o futuro, para apoiar a capacidade de mentalidade global.

Além do já citado sobre *Market share* na maioria dos casos, o IV A observa a visão de futuro do empreendedor, para entender onde a *startup* pode chegar. Nos casos B, D e E, os entrevistados concentram-se em entender o potencial de replicação e escalabilidade da solução oferecida, e, além disso, qual é a complexidade da trajetória para alcançar o projetado.

QUADRO 12 – CONTEXTO DE MERCADO ANALISADO

Caso	Temas de mercado citados em Geral	Temas de mercado específicos da <i>startup</i> analisada
A	Qual setor ela está, quem é o cliente, para quem ela resolve o problema, quantidade de concorrentes, quem são eles, como resolvem o mesmo problema, tempo de atuação de cada competidor, como a <i>startup</i> pretendia atender melhor do que eles, quem eram as pessoas por trás das empresas concorrentes. Qual é a posição em relação a preço, produto, canal, promoção, pontos fortes e fracos, precificação, canais de aquisição, <i>status</i> de empresas similares no exterior. Se o mercado está crescendo ou não, nacional e internacionalmente.	Calculou o mercado e o potencial <i>Market share</i> . Comentou-se sobre pontuação máxima para o mercado [têxtil] e falou-se sobre o cenário no Brasil. Foram avaliados os produtos da <i>startup</i> A e dos concorrentes, precificação de ambos, canais de aquisição de cada um, posicionamento atual da <i>startup</i> A. notas foram dadas para cada item.
B	Não foram citados.	Não foram citados.
C	Não foram citados.	Tamanho do mercado, potencial <i>Market share</i> , se o mercado está em expansão, se o <i>status</i> do mercado está atrasado ou avançado em relação a outros, número de competidores, se existe em outros países,
D	Não foram citados.	Tamanho do mercado, se existem concorrentes, quem são, em qual estágio se encontram.
E	Proposta de valor para diferenciação, posicionamento atual e pretendido, expectativa de <i>Market share</i> , se há espaço disponível para crescer, se consegue replicar a solução para este e outros mercados, competidores que entraram antes, se possuem mais ou menos recursos que a <i>startup</i> em análise, o que a torna mais eficiente e competente que os demais.	Procuram uma demanda e mercado identificado pelo empreendedor, se há esforços para ser um ator representativo no mercado escolhido.
F	Não foram citados.	Mercado de atuação, ambiente competitivo dentro e fora do Brasil.



Fonte: A autora (2021).

O IV B considera um aspecto positivo enxergar que, com o mesmo produto, a empresa pode atacar outros mercados potenciais. Já no caso E, a *startup* é bem avaliada se demonstrar a partir de qual momento em seu plano começará a crescer de forma saudável, sem consumir um caixa excessivo. Este plano, para o IV E, deve apresentar metas e números, que, após a realização de testes de estresse, deve mostrar a razoabilidade ou não do projeto de crescimento.

O IV C destacou a importância de realizar *benchmarks* e trocas na construção dos projetos de expansão. Se a *startup* realiza contatos com empresas estrangeiras, mostra para o IV C a busca por um alto padrão de qualidade e que almeja se destacar no mercado escolhido.

Já no caso F, o investidor comentou que é um fator contributivo à expansão o fato da *startup* realizar vendas remotas desde o início de suas operações. Isto vai ao encontro do exposto por Eriksson *et al.* (2014), que aborda que a mentalidade global se refere à habilidade gerencial de alinhar operações complexas e até dispersas geograficamente.

5.2.2 Capacidades Gerenciais

Para as capacidades **analítica** e de **interface**, foram agrupados nas seções a seguir os achados de cada uma das capacidades. Além disso, a presença foi simbolizada através de um ícone  e a ausência por , de cada código (QUADRO 13) dos componentes das CDs embrionárias, expostos na seção 3.7.

QUADRO 13 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES GERENCIAIS

Componente	Código	Descrição	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E	Caso F
Capacidade Analítica	2.1.1	Habilidades em gestão	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	2.1.2	Análise do micro e macro ambiente	✗	✗	✗	✓	✗	✗
	2.1.3	Estrutura de governança	✓	✓	✗	✗	✓	✗
	2.1.4	Controle e processamento de informações	✓	✗	✓	✓	✗	✓
Interface	2.2.1	Identificação dos sujeitos-chave	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	2.2.2	Comunicação com os sujeitos-chave	✓	✓	✓	✓	✓	✗
	2.2.3	Relações formais	✓	✓	✗	✓	✗	✓
	2.2.4	Relações informais	✗	✓	✗	✓	✗	✓

Fonte: A autora (2021).

Segundo Helfat e Peteraf (2014), a heterogeneidade das capacidades cognitivas acaba por produzir a heterogeneidade das capacidades gerenciais. Para aproveitar as oportunidades existentes, as capacidades cognitivas não são suficientes se não forem combinadas às capacidades gerenciais.

5.2.2.1 Capacidade Analítica

Conforme a seção 2.2.3, as capacidades gerenciais foram analisadas neste estudo em relação aos indivíduos, empreendedores e colaboradores das *startups* de cada caso. A respeito das habilidades em gestão, os tópicos relevantes foram concentrados no Quadro 14.

No caso A, o entrevistado destacou que as características e tópicos de habilidades em gestão precisam ser evidentes o suficiente para convencer que a *startup* pode crescer cem vezes mais com a equipe atual à frente da empresa.

O IV D complementa ao destacar que, ao conhecer e aprovar as características pessoais do empreendedor, acredita-se na ideia do negócio. Ou seja, todos os aspectos de mercado, produto, solução etc., podem ser alterados, desde que as habilidades em gestão sejam evidentes. Entretanto, ao analisar o Anexo 5, percebe-se que a cobrança por uma gama de tópicos é feita desde o primeiro contato. Ou seja, para passar nas primeiras triagens, a *startup* precisa enviar uma apresentação englobando o problema, a solução ofertada, modelo de negócios, equipe, mercado, concorrência, entre outros. Isso pode indicar que apenas a crença e confiança no empreendedor não seja suficiente.

Os casos B e D destacaram o papel do empreendedor e isso valida o exposto por Symenidou e Nicolaou (2018), ao afirmarem que a experiência inicial do fundador é a contingência-chave que mais se destaca e se mostra importante para a criação de valor.

Em linha com o exposto, o IV E acredita que individualmente a análise da equipe é a mais importante do processo, ainda que não represente a maior parte do mesmo. O caso 7 também considera mandatório abordar determinados tópicos (QUADRO 14) na primeira entrevista com a *startup*.

QUADRO 14 – SUMÁRIO HABILIDADES EM GESTÃO

Caso	Tópicos de Habilidades em Gestão
A	Quem são as pessoas por trás da <i>startup</i> , histórico dos fundadores e das principais lideranças e o que fizeram antes, formação das pessoas-chave, motivação para empreender, capacidades de execução, capacidade de guiar a visão da empresa para o futuro, <i>background</i> técnico, se tinham visão para otimizar o <i>status</i> em que se encontravam.
B	Experiência corporativa, ter maturidade para fazer a gestão da empresa, se a <i>startup</i> possui gestão por indicadores.
C	Quem são os fundadores, quais são seus históricos, se tem experiência, se sabem o que estão fazendo e experiência anterior em gestão.
D	Quem são os empreendedores, se são experientes, se entendem sobre o que estão trabalhando e qual é a dedicação deles para a empresa.
E	Empreendedores estudiosos, preparados, se atualizam quanto ao micro e macro ambiente, qualificações, lealdade e confiança dos demais colaboradores.
F	Número de sócios, afinidade e complementaridade do conjunto de sócios, <i>coachability</i> dos empreendedores, conhecimento técnico, capacidade de execução e entrega, disciplina, diligência, conservadorismo, preocupação, responsabilidade.

Fonte: A autora (2021).

Segundo Bogodistov (2013), as capacidades gerenciais são necessárias para mudar as rotinas e bases de recursos existentes. Nota-se que os empreendedores em todos os casos analisados são detalhadamente avaliados por suas habilidades em gestão e as capacidades gerenciais são analisadas individualmente. Segundo Adner e Helfat (2003), a compreensão realizada pelos investidores sobre os indivíduos das *startups* corrobora com sua menção de que as capacidades gerenciais são essenciais para dirigir a empresa ao longo do tempo.

Segundo Eriksson *et al.* (2014), os gestores da empresa precisam ser ágeis o suficiente para compreender sinais de sensibilidade no ambiente em que estão inseridos, para então processar e controlar as informações coletadas e explorar efetivamente as oportunidades. O código de análise de micro e macro ambiente foi tratado conjuntamente nas respostas sobre análise de mercado e escopo de atuação. O adendo, realizado pelo IV D, é que não se espera que realizem tais avaliações de *stakeholders* e ambiente com ferramentas e processos avançados. Normalmente, nas *startups* que o IV D analisa, um monitoramento informal é realizado.

A capacidade analítica é um requisito para alcançar novas habilidades em gestão e desenvolver novas estruturas de governança (ERIKSSON *et al.*, 2014). Sobre a estrutura de governança, compilaram-se os achados no Quadro 15.

QUADRO 15 – SUMÁRIO ESTRUTURA DE GOVERNANÇA

Caso	Tópicos de Estrutura de Governança na perspectiva dos entrevistados
A	Cultura que permita inovação, se é voltada ao crescimento, ao aprendizado e à agilidade, quais são os papéis de cada indivíduo nesta estrutura e se as lideranças estão preenchidas.
B	Gestão por indicadores, ter mais que um sócio para complementar funções.
E	Alinhamento da <i>startup</i> com valores do grupo econômico, interações da <i>startup</i> com a sociedade como um todo, busca por investimentos e relacionamentos de longo prazo com a <i>startup</i> , não tolerância de práticas que não correspondam aos valores do IV E.

Fonte: A autora (2021).

O caso E destacou a busca por *startups* que agreguem valor ao seu negócio, ou vice-versa, além de sua intenção de estabelecer relacionamentos de longo prazo com as investidas. Esse contexto vai ao encontro do exposto por Hasenpusch e Baumann (2017), que citaram a relevância dos objetivos estratégicos do ator de VC para a tomada de decisão do investimento.

Quanto ao controle e processamento de informações, o IV A considera positivo quando encontra um plano de negócios maduro preparado pela *startup*, detalhamento de dados e finanças disponíveis, previsão de alocação de recursos para mudanças, variância de indicadores com o tempo, e consegue responder se há necessidade real de capital e para quais fins.

Os IV B e E não relataram tópicos relacionados. Os IV C e D abordaram devido ao roteiro de entrevista, entretanto julgaram como não relevante. O IV F é o que mais valoriza a organização da *startup*, se houver um *data-room* que concentre e disponibilize facilmente uma série de informações financeiras, contábeis, legais etc.

5.2.2.2 Capacidade de Interface

A capacidade de interface, segundo Eriksson *et al.* (2014) diz respeito às habilidades dos gestores coordenarem diferentes atores convergindo-os para uma única estratégia. Dos casos relatados, percebeu-se que apenas nos casos A e B as *startups* identificaram os sujeitos-chave de seus negócios.

O IV A demonstra preocupação, desde o primeiro contato com a *startup*, em conhecer os sujeitos-chave do negócio. Aborda com a candidata tópicos sobre concorrentes, time de colaboradores, fundadores, principais fornecedores e clientes. *Startup* A, IV A, IV C, *startup* F e IV F buscam ter contato direto com cada um dos parceiros mapeados e confirmar periodicamente hipóteses de seus modelos de negócio.

Ao comparar com o exposto por Eriksson *et al.* (2014), percebe-se que o levantamento dos casos C a F são realizados pelos próprios investidores, não evidenciando desta maneira se os empreendedores têm ou não a capacidade em interface. Ao deixar de lado este papel dos gestores de mapear os sujeitos-chave, os investidores se sujeitam a um desalinhamento entre objetivos das partes interessadas e estratégia da *startup*.

O IV C centraliza-se em detalhar os fundadores como principais sujeitos-chave, entre outros relatados (QUADRO 16). Para ele, identificar os demais atores é essencial para conhecer a dinâmica e funcionamento da *startup*. Também citou que possuir informações dos atores de forma tempestiva, em tempo real, melhora a qualidade e confiabilidade das informações apresentadas.

O IV E destaca a necessidade de transparência com os atores levantados, principalmente com integrantes de seu capital social. Além disso, o IV E confirma informações sobre histórico e situação de cada sujeito mapeado, além de entrevistar os clientes sobre suas percepções do negócio.

Por fim, diferente dos demais casos, o investidor do caso F citou que os sujeitos-chave identificados, ainda que não possuam contratos formais, podem ser vistos como parceiros para colaborar entre si e facilitar a criação de demais acordos.

A capacidade em interface abrange também a negociação de contratos. Após levantar os sujeitos-chave de cada caso, apresentam-se as relações formais e informais identificadas (QUADRO 16). A primeira coluna apresenta os relacionamentos formais que os investidores julgaram importante possuir um contrato. Na segunda coluna, outras relações existentes ou com relevância menor de formalização mencionadas em suas respostas.

QUADRO 16 – RELAÇÕES FORMAIS E INFORMAIS



Caso	Relações que destacou relevante a formalização	Outras Relações Informais
A	Termo de investimento realizado entre IV A e <i>startup</i>	Concorrentes, time de colaboradores, fundadores, principais fornecedores e clientes.
B	Termo de investimento adequado para ambas partes, neste caso o SAFE. Em um estágio mais avançado da <i>startup</i> , contratos com clientes e fornecedores, para evitar contingências e contratemplos.	Não relevante outros contratos de longo prazo pela impossibilidade de planejar, antever e acordar demandas em um ambiente tão volátil como o da <i>startup</i> . Citou parceiros, fornecedores, investidores e clientes
C	Não foram citadas.	Fundadores, <i>startups</i> de outros países, clientes e parceiros atuais, colaboradores-chave, fornecedores de tecnologia e

		clientes potenciais e especialistas do setor de atuação.
D	Parceiros renomados.	Concorrentes, sócios, fundadores, colaboradores e aceleradora.
E	Não foram citadas.	Clientes, acionistas, fundadores e cotistas.
F	Parceiros [de integração de <i>software</i>] que vendiam juntos um projeto.	Incubadora, ecossistema de inovação da cidade, organizações de empreendedorismo, clientes, parceiros de ERP, empresas do mesmo setor de atuação.

Fonte: A autora (2021).

Em nenhum dos casos analisados evidencia-se a consciência dos empreendedores sobre o risco de cada sujeito-chave, a maneira de lidar com eles, de gerenciá-los (ERIKSSON et al., 2014). Também não foi considerado se as *startups* entendem e reconhecem o que motiva e incentiva cada sujeito de sua cadeia, seus valores e riscos à *startup*.

5.2.3 Capacidades Organizacionais

Para as capacidades organizacionais de **flexibilidade** e **capacidade absorptiva**, foram agrupados os achados de cada uma das capacidades. A presença de cada código foi simbolizada com o ícone  e a ausência por . O Quadro 17 sintetiza os componentes das CDs embrionárias, descritos na seção 3.7.

QUADRO 17 – PRESENÇA DOS CÓDIGOS DAS CAPACIDADES ORGANIZACIONAIS

Componente	Código	Descrição	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E	Caso F
Flexibilidade	3.1.1	Resposta às mudanças	✗	✓	✓	✗	✓	✗
	3.1.2	Modelo de Negócios	✓	✗	✓	✓	✓	✓
	3.1.3	Adaptação e Flexibilidade	✗	✓	✓	✗	✓	✓
	3.1.4	Estrutura Organizacional	✗	✓	✓	✓	✗	✓
	3.1.5	Tomada de decisão	✓	✓	✗	✗	✓	✗
Capacidade Absortiva	3.2.1	Treinamento e desenvolvimento	✓	✓	✓	✓	✗	✓
	3.2.2	Coleta e uso de informações externas	✗	✗	✗	✗	✓	✗
	3.2.3	Comunicação interna e externa	✓	✓	✓	✓	✗	✓
	3.2.4	Distribuição de atividades internas	✗	✗	✓	✓	✗	✗

Fonte: A autora (2021).

Segundo Oliva *et al.* (2019), as capacidades organizacionais se baseiam nas capacidades cognitivas e gerenciais, e são mais visíveis para o mundo externo. Entretanto, nota-se nos resultados obtidos que, em geral, identificam-se contextos complexos e situações específicas na presença das capacidades de flexibilidade e absorptiva.

Isto corrobora com o exposto por Kusunoki *et al.* (1998), que alega que as capacidades organizacionais não são facilmente obtidas no mercado e são difíceis de copiar, pois apresentam características específicas da empresa. Além disso, o grupo de capacidades organizacionais é formado e acumulado através de aprendizado contínuo e de longo prazo, o que torna mais complexa a visualização destas capacidades pelos investidores.

De acordo com Ye (2018), equipes empreendedoras apresentam maior domínio de capacidades organizacionais, e *startups* fundadas por mais de um indivíduo são geralmente mais bem sucedidas do que as que possuem um único empreendedor. Os entrevistados IV B, IV C, IV D e IV F destacaram que equipes complementares de fundadores são diferenciais em seus processos de avaliação e corroboram com a literatura encontrada.

Exemplos deste contexto podem-se visualizar nos trechos: “tem valor ter mais de um fundador” (IV B), “às vezes é uma combinação, junta um cara com experiência executiva com outro com experiência específica do setor” e “tem que ser um time de *founders*” (IV C), “toda *startup* que a gente analisa já é uma equipe” (IV D), “o número de empreendedores, de fundadores, é importante” e “não pode ser um e nem meia dúzia” (IV F) .

5.2.3.1 Capacidade de Flexibilidade

Segundo Teece *et al.* (2016), as capacidades organizacionais permitem às organizações responder rapidamente e continuamente às demandas e mudanças de mercado. Um dos exemplos que confirma este contexto se deu quando o IV A identificou que a *startup* A possui um modelo de negócios imaturo e ainda precisa de ajustes para definir sua monetização e monitorar mudanças em seu contexto.

Um cenário similar foi encontrado no caso C, em que a *startup* personalizava cada venda e tinha um modelo de consultoria. Ao perceber que geraria insatisfação dos clientes pelo tempo de implementação, iniciou a transição para um modelo SaaS.

O IV F também relatou uma mudança de B2C para B2B. Ao fazer essa transição, uma *startup* alcança um modelo com receita recorrente e não apenas uma receita na implementação do projeto. Para o IV F, uma transição como essa pode demorar um tempo considerável para ser alcançada, mas, com esta iniciativa, a *startup* mostra sua adaptação às demandas dos clientes e se mantém sua proposta de valor.

Já no caso E, a primeira vez que a *startup* buscou o IV E, tinha um modelo B2C que não estava totalmente estruturado. Passados alguns meses, procuraram novamente o IV E, mas com um modelo B2B que enfim correspondia a sua tese de investimentos. Na opinião do IV E, isso demonstra que os empreendedores estão dispostos a mudanças e se adaptam rapidamente a novos contextos. Este testemunho vai ao encontro da afirmação de Balasubramanian (2011), sobre a complexidade observada em ambientes de alto aprendizado e rápidas mudanças, que exigem uma experiência da *startup* para desenvolver e renovar as capacidades organizacionais.

Os casos C, E e F corroboram Boccardelli e Magnusson (2006), que defendem que *startups* que mudam o foco de mercado tem uma maior probabilidade de sobreviver nos primeiros anos. Além disso, segundo Sexton e Barrett (2003), uma liderança consciente a respeito da inovação auxilia as iniciativas e a identificação destas fases transitórias de um modelo a outro.

A flexibilidade, segundo Ye (2018) e Sutton (2000), é uma vantagem que as pequenas organizações possuem, por possibilitar rápidas decisões e responder agilmente às demandas do mercado. Além disso, a flexibilidade caracteriza o desenvolvimento ágil deste tipo de organizações (OLIVA et al., 2019) e o uso de metodologias ágeis permitem a adoção de mudanças e adaptação da estratégia de negócios (GIARDINO et al., 2014).

O IV E observa se a *startup* em análise utiliza planilhas *excel* para se organizar, e, “como bons *startupeiros* [sic], usam ferramentas como máquina de vendas, funil de vendas, *softwares* de apresentação. Se são plugados nessas novas tecnologias”. Esta citação reforça que as ferramentas utilizadas pela *startup* possibilitam seu desenvolvimento ágil e, conseqüentemente, a existência da flexibilidade.

Para evidenciar a flexibilidade que fora notada em suas avaliações, o IV B e C apresentaram momentos que as *startups* analisadas testaram maneiras diferentes de estruturar o organograma e organização diária, até que corrigissem problemas

anteriormente identificados. No caso C, IV C destacou que a avaliada ainda não ficava satisfeita e buscava aprimorar ainda mais determinado processo.

Entretanto, o IV C citou que haveria ainda diversas adaptações e não se sabia o que funcionaria. Por isso, não é realmente relevante conhecer a fundo a estrutura e organograma atuais. O que o IV C e E concordaram é que precisam acreditar no perfil da *startup* e dos empreendedores, e que estes devem ser flexíveis para alocar e otimizar recursos sempre que for necessário.

Outro exemplo dado pelo IV B fora a realocação de recursos em momentos escassos ou quando um evento interferia no planejamento realizado. Notou-se que a *startup* B respondia tempestivamente ao novo contexto. Segundo Boccardelli e Magnusson (2006), as CDs organizacionais em empresas em estágios iniciais são habilidades para reinterpretar e recombina recursos já existentes, melhorando sua adequação conforme demandas do mercado. Entende-se com isto que, a percepção dos investidores sobre a flexibilidade de realocar recursos nos casos A, B, C, E e F, confirma a existência da capacidade de flexibilidade.

O IV E percebe na *startup* se ela é cuidadosa com seus recursos, não apenas se forem próprios. Para Wu (2007), através das CDs é possível gerenciar recursos para superar seus rivais. Se a empresa contar com um fluxo de caixa detalhado e aplicação zelosa de recursos, entende-se como vantagem. Se com capital próprio a *startup* se encontrar em *status* iguais ou melhores que outras empresas estrangeiras, esse cenário é sinônimo para o IV E de que os empreendedores tem uma tomada de decisão cuidadosa e coerente.

De acordo com Kumar *et al.* (2019), as capacidades auxiliam a controlar o processo de forma constante e aceleram o ciclo de planejar, organizar, executar e controlar. Para confirmar esta perspectiva, o IV A compara o *business plan* que foi executado até então, analisando orçado e realizado. Através dessa observação, julga se a tomada de decisão foi adequada, e se há intenção um uso respeitoso do novo capital. O planejamento sólido mostra a visão de futuro e deixa, para o IV E, evidente a decisão e vontade dos empreendedores em querer crescer a empresa rapidamente em pouco tempo.

5.2.3.2 Capacidade Absortiva

A capacidade absorviva, segundo Eriksson *et al.* (2014), é requisito para o aproveitamento de oportunidades, e, combinada à capacidade de flexibilidade, permite renovação e desenvolvimento. No caso A, foi relatada a importância de se ter uma cultura que propicie um ambiente de crescimento e inovação. Para o IV A, a estrutura organizacional possibilita o aprendizado e desenvolvimento dos colaboradores da *startup*. O IV A destacou que ainda é mais sólido se houver uma gestão transparente e comunicação simétrica, que possibilite o crescimento de todos.

Pelos IV A e IV B, não foi citada a relevância de treinamentos, cursos ou formação acadêmica. Para o IV B, é importante que os perfis das pessoas contratadas pela *startup* sejam de executores, de entregas, do que perfis muito técnicos ou para serem alocados em atividades específicas. O IV C respondeu na mesma linha, alegando que é preciso ter as pessoas certas, com competências e habilidades que a *startup* precise naquele momento.

Segundo Takahashi (2005), quanto maior o nível das capacidades absorvivas, maior a capacidade de aprendizado da organização e foco nos processos de mudanças, inovações e modificações. O IV F citou a importância dos empreendedores terem passado por experiências acadêmicas relevantes previamente. Importa-se se o perfil dos mesmos é *coachable* [sic], como citado na seção 4.6.3. Debrulle *et al.* (2014), analisaram a importância da experiência do empreendedor e sua habilidade de adquirir, assimilar e explorar informações externas. Diversas características de gestão e do empreendedor foram destacadas na seção 5.2.2.1 e que estas características têm um efeito positivo na capacidade absorviva das *startups*. Neste caso, o achado do caso F confirma o exposto pelos autores.

A comunicação interna, segundo o IV B, costuma ocorrer através de ferramentas criadas internamente, mas, para ele, o mais relevante é a comunicação pessoal, entre colaboradores. Já o IV C não observa o uso de ferramentas ou plataformas internas para armazenamento de dados e comunicação entre colaboradores.

Quanto à comunicação externa, o IV B levanta se há integração com parceiros da área de segurança. No caso da *startup* B, que rastreia os ativos tangíveis em tempo real. Tal fato mitiga os riscos quanto à seguradora, citados anteriormente. O IV F destacou que a comunicação da *startup* F se dá usualmente de forma desestruturada,

pois normalmente o IV F é o primeiro a solicitar informações e a comunicar-se formalmente com a *startup*. Citou que após a primeira tentativa de captar investimento, a *startup* já apresenta um *data-room* mais adequado para compartilhamento de informações.

Diferente do encontrado na literatura, não foi citada em nenhum caso a existência do compartilhamento das experiências das *startups* com outras organizações em estágio inicial. De acordo com Park *et al.* (2020), a divulgação e compartilhamento de seu progresso e experiências poderiam contribuir para outros atores no mesmo estágio, além de possibilitar o recebimento de soluções propostas pelos atores externos.

5.3 ELEMENTOS NÃO-CONTRIBUTIVOS

Os tópicos relatados a seguir foram considerados pelos entrevistados como elementos que não contribuem no processo avaliativo. Não se pode generalizar, portanto, que o contrário possa ser considerado especificamente um elemento contributivo.

O IV A citou que ter mais de 90% do capital da empresa com apenas um sócio, não costuma ser visto como um ponto positivo. Para ele, a tabela de capitalização, *captable* em inglês, se for desestruturada ou desbalanceada, a *startup* é descartada da avaliação. Além disso, se a maioria das cotas estiver em posse de uma *holding* no exterior, o cenário futuro é considerado mais limitado para uma possível venda.

O contrato social, para o IV A, se não estiver bem escrito e esmiuçado é outro ponto de atenção, ou perceber que a empresa fraudou impostos em algum momento de sua operação, são aspectos que também podem impactar na realização do acordo final. Pode-se relacionar este aspecto à capacidade de interface, devido ao fato do IV A considerar importante a relação formal [contrato] entre ele e a *startup*.

Em relação ao *valuation*, ou seja, o valor da participação da empresa e valor de investimento solicitado pela *startup*, o IV A considera que se os empreendedores pedirem rodadas de investimento muito altas e desproporcionais ao tamanho e estágio da empresa, reavalia-se sua candidatura. O IV B considera que se não se chegar a um consenso sobre o valor e cláusulas do acordo de acionistas, também não se dá continuidade na negociação. Este tópico pode-se relacionar com a capacidade de mentalidade global, pois, definir um valor adequado faz parte de um projeto de expansão adequado.

No contexto de mercado e escopo de atuação, o IV A abordou que não faz sentido para ele se a *startup* está bem posicionada, tem uma ótima solução, um *product-market-fit* adequado e possui um TAM pequeno. Se a empresa está se propondo a atacar um mercado com pequeno potencial, decide-se por não perseguir a oportunidade se o IV A não estiver convencido do mercado.

O IV C analisa setores de mercado que, segundo ele, são conhecidos pelos investidores de “tarja-preta”. Para ele, se a *startup* depender diretamente de governo, compras e licitações, ou tiver muitos indivíduos de governo envolvidos na empresa, prefere não seguir com a avaliação. Também não são avaliadas soluções que tenham

relação com armas, defesa ou jogos de azar. O IV E citou que sua disponibilidade para investir não abrange *startups* B2C, pois, para ele, envolve muito dinheiro e riscos.

Além disso, para o IV A, se o empreendedor for não tiver uma visão clara de onde quer chegar – ou seja, relacionado à expansão da mentalidade global, ou se for questionado sobre dados financeiros e não tiver decorado ou não demonstrar saber de tudo, é um ponto negativo para o investidor. O IV C deu um exemplo neste mesmo contexto, de que não adianta o empreendedor ter uma ótima apresentação e *pitch*, se não tiver um conteúdo adequado, se o *founder* não souber vender aquilo e não apresentar informações de mercado. O IV C avalia negativamente os empreendedores se perceber que tem mais conhecimento sobre o mercado que os próprios representantes da empresa.

Quanto à capacidade analítica, foram observados contextos em que as habilidades em gestão foram evidenciadas. O IV C, a respeito do perfil do empreendedor, complementou que é proposto, junto com o acordo de investimento, um plano para os próximos cem dias após a entrada do fundo de VC. Se o *founder* se mostrar reativo ao plano, se não receber bem *feedbacks* ou se parecer não ter um perfil de escuta ativa, o investidor “prefere não ser sócio dele”.

O IV D considera que “se é um cara que a gente percebe que tem peito estufado, é teimoso, é senhor de si, é arrogante”, que essas características tem um peso negativo na avaliação. Ele também adicionou que a falta de transparência e assimetria de informações é algo não tolerado por ele ou outros investidores.

Quanto à *startup* no geral, ao conhecer os colaboradores e sua organização, o IV A complementou que se notar uma cultura lenta, que não seja voltada ao aprendizado, também é considerada uma “bandeira vermelha” para o entrevistado. Além disso, se o time estiver totalmente desestruturado, o investimento também deixará de ser feito.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As *startups* são amplamente reconhecidas como empresas com recursos limitados. Para crescer, buscam recursos de outras fontes além do capital próprio. Sob esse prisma, em um cenário atual brasileiro de quase catorze mil *startups* mapeadas, o acesso a estes recursos é um caminho complexo e que exige diferenciação. Para isso, sugere-se que as *startups* desenvolvam capacidades para contornar seu ambiente volátil e alcançar uma vantagem competitiva sustentável.

A presente dissertação possuiu o objetivo de compreender como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em *startups*.

Para o primeiro objetivo específico, buscou-se entender as etapas do processo de avaliação de cada caso, compilados na seção 5.1. O cumprimento deste objetivo era necessário para contextualizar como ocorre cada etapa, qual a ordem de requisições e entrevistas entre investidor e *startup*, para então compreender a presença de cada CD embrionária e como se configuraram em cada estudo de caso.

Para os objetivos específicos ii e iii, que foi identificar a presença das capacidades e como se configuram, seis estudos de caso foram realizados, partindo do modelo teórico proposto por Eriksson *et al.* (2014) que apresenta três grupos de CDs embrionárias. As capacidades cognitivas, gerenciais e organizacionais. Dentro de cada grupo, cada capacidade foi considerada um componente e foram detalhados em indicadores e códigos para análise de conteúdo. Dessa forma, foi possível identificar a presença dos componentes do modelo presentes nos casos, e, a seguir, comparar os casos entre si.

Para o objetivo específico iv, de levantar elementos não contributivos ao processo de seleção e decisão de investimento e relacionados às CDs embrionárias, durante a etapa de codificação dos resultados, foram encontrados elementos que não constavam nas definições constitutivas e operacionais. Estes elementos foram agrupados na análise de resultados como elementos não contributivos.

Dentre os resultados encontrados, destaca-se que, ao contrário do exposto por Eriksson *et al.* (2014), as capacidades cognitivas foram facilmente observadas pelos investidores. Entretanto, autores e entrevistados concordam que estas capacidades são a fonte de identificação e contínuo escaneamento de oportunidades para a expansão da organização. Foram reveladas diversas situações e exemplos

relacionados à capacidade de orientação empreendedora, consciência cultural e mentalidade global.

Dentre os três componentes das capacidades cognitivas, a mentalidade global foi a mais relevantemente abordada pelos entrevistados. Notou-se entre os investidores a preocupação comum com temas como o mercado e escopo de atuação das *startups*, mercado potencial, ambiente competitivo, planos de expansão, além de entender a fundo a solução oferecida por cada *startup*.

Já a respeito da orientação empreendedora, os recursos em si, tangíveis ou não, em geral não foram julgados relevantes no processo avaliativo. Entretanto, a habilidade de realocar e fazer escolhas com os recursos disponíveis foi uma característica positiva relatada nos casos. Neste componente percebeu-se que o levantamento de riscos partiu, na maioria dos casos, dos investidores, e não dos empreendedores. Por um dos entrevistados, o empreendedor mostrar os riscos foi considerado um ponto de atenção. Entretanto, para os demais, acredita-se que deveria ser apresentado proativamente pelos fundadores. Por fim, em geral não se deu relevância se a *startup* apresenta ideias de novos produtos ou serviços, exceto pelo caso B que já enxergava possibilidades de agregar ao serviço oferecido.

Dentro do grupo de capacidades gerenciais, a capacidade analítica destacou-se em relação à capacidade de interface. As habilidades em gestão compilaram as principais características dos empreendedores que são avaliadas pelos investidores. Neste âmbito, foram relatados, por exemplo, a experiência acadêmica, de gestão, de liderança, assim como aspectos comportamentais como motivação, conservadorismo, disciplina, visão de futuro, entre outros.

Neste sentido, nota-se que algumas destas características devem ser preparadas e pensadas pelos empreendedores muito tempo antes de buscar o investimento, visto que tocam assuntos como complementaridade entre sócios e experiências anteriores. Como exposto por Ye (2018), *startups* fundadas por equipes geralmente são mais bem-sucedidas do que empresas fundadas por empreendedores únicos, e, esta afirmação foi confirmada pelos investidores ao bem avaliarem times complementares.

Dentre as capacidades organizacionais, destacaram-se contextos relatados pelos entrevistados que evidenciaram a maior relevância da capacidade de flexibilidade, do que os achados em relação à capacidade absorviva. Foram citados momentos onde os investidores conseguiram avaliar a tomada de decisão, a

adaptação a novos ambientes, a rápidas respostas para demandas do mercado. Também foram citadas situações de casos que as *startups* adaptaram seu modelo de negócios, de B2C para B2B por exemplo.

O treinamento e desenvolvimento formal, dentro da capacidade absorptiva, em geral não foram julgados relevantes no processo avaliativo. Os investidores dão maior valor às pessoas que de certa maneira já estejam preparadas e não contem com este apoio da *startup* pelo menos no curto prazo. Além disso, devido ao estágio inicial que a maioria das *startups* dos casos se encontrava, as ferramentas de armazenamento e compartilhamento de informações e dados ainda não era estruturado, ou era inexistente, demonstrando sua menor relevância na avaliação de investimento.

Entre as contribuições teóricas, pode-se ressaltar a utilização do modelo de Eriksson *et al.* (2014) como capacidades contributivas ao processo de investimento. Sugere-se que os componentes de cada grupo de capacidades sejam avaliados individualmente, de forma quantitativa, a fim de que se busque ressaltar e confirmar quais capacidades são mais relevantes que outras e em que nível.

Neste estudo, a apresentação dos elementos que facilitam a busca por investimento foi a principal contribuição prática. Através desta pesquisa, espera-se fomentar empreendedores e *startups* a fim de que aumentem o impacto econômico e social em seus contextos. Além disso, investidores iniciantes podem se utilizar da mesma leitura para agregar aos seus processos de análise. Propõe-se como continuidade deste estudo a elaboração de uma ferramenta e sumário executivo com todos os elementos levantados.

6.1 LIMITAÇÕES

As limitações deste estudo estão relacionadas com as delimitações dos procedimentos metodológicos escolhidos. Esta dissertação possui restrições relacionadas à pesquisa qualitativa e ao estudo de caso. Segundo Yin (2005), a principal limitação deste tipo de estudo é a impossibilidade de generalizar a partir de suas evidências.

O fenômeno estudado, se o tempo de execução da pesquisa fosse maior, poderia ser complementado com a participação das *startups* que foram analisadas em cada caso. Seria uma forma de triangular as informações, além de comparar se o exposto pelos investidores realmente foi exigido das *startups*.

A escolha de tipos de investidores poderia ser ampliada para além de investidores-anjo e de VC, como os citados na seção 2.1.2, se houvesse um tempo maior para realização da pesquisa.

6.2 SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Notou-se que os casos A, D e F abordam a existência de um Comitê de Investimentos interno, entretanto não foram dados detalhes sobre como ocorre esta reunião e decisão de investir ou não. Por isso, uma sugestão de pesquisa futura é, através de observação, acompanhar como ocorrem tais comitês e como as *startups* podem se preparar e o que apresentar previamente, para terem maior chance de serem aprovadas.

A segunda sugestão de pesquisa futura é serem levantados quais números, cálculos, índices e indicadores, além do *valuation* da *startup*, são analisados, e como, pelos investidores, no processo de avaliação de investimento. Todos os entrevistados citaram em algum momento da entrevista aspectos quantitativos considerados, que foram adicionados na seção 5.5, de outros elementos contributivos, que carece de maior aprofundamento.

Devido a apenas um dos entrevistados ser um investidor anjo, uma sugestão para estudos futuros é ampliar esta pesquisa para uma amostra maior de investidores-anjo e buscar compreender como é o processo de avaliação de outros pares. Nesta pesquisa, não foi possível concluir se a ausência de etapas é comum ou não para este tipo de investidor, e se o acesso das *startups* a investidores-anjo pode ser considerado um processo mais facilitado ou não que aos fundos de VC.

No caso F, o IV F relatou que sua participação direta ocorre desde o primeiro contato com as *startups*. Uma possibilidade de pesquisa futura é investigar o aproveitamento e eficiência de processos de avaliação de *startups* onde os sócios ou profissionais mais experientes participam ou não desde o início.

Além destas, a inclusão das *startups* como unidade de análise e aplicação de entrevistas enriqueceria em um futuro estudo a perspectiva bilateral do mesmo fenômeno observado.

A pesquisa empírica desta dissertação ocorreu paralelamente à pandemia do COVID 19, o que facilitou o contato com investidores de outras regiões do Brasil. A possibilidade existente após este cenário que normalizou as vídeo-chamadas é

expandir a mesma pesquisa para investidores de outros países e comparar os achados entre si.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS E ACCENTURE. **Radiografia do Ecossistema Brasileiro de Startups**. 2017.

ADNER, R.; HELFAT, C. E. Corporate effects and dynamic managerial capabilities. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 10 SPEC ISS., p. 1011–1025, 2003.

AGARWAL, R.; SELEN, W. Dynamic capability building in service value networks for achieving service innovation. **Decision Sciences**, v. 40, n. 3, p. 431–475, 2009.

ALENCAR, E. **Introdução a metodologia de pesquisa social**. Lavras: UFLA, 1999.

BALASUBRAMANIAN, N. New plant venture performance differences among incumbent, diversifying, and entrepreneurial firms: The impact of industry learning intensity. **Management Science**, v. 57, n. 3, p. 549–565, 2011.

BARBOSA, R. J. Atlas. TI V5.0: Apostila de Treinamento. Disponível em: <http://www2.unicentro.br/lmqqa/files/2016/05/docslide.com_.br_apostila-atlasti-50.pdf>. Acesso em: 22/3/2020.

BARDIN, L. **L'analyse de contenu**. Paris: Presses Universitaire de France, 1977.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BARNEY, J. B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. **Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica**. In S. R. Clegg, C. Hardy & W. R. Nord (Eds.), **Handbook de estudos organizacionais: ação e análise organizacionais**. 3º ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BAUER, M.; GASKELL, G. **Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático**. Petrópolis: Editora Vozes, 2002.

BIERNACKI, P.; WALDORF, D. Snowball sampling-problems and techniques of chain referral sampling. **Sociological Methods & Research**, v. 10, n. 2, p. 141–163, 1981.

BLANK, S. Why the Lean Start-Up Changes Everything. **Harvard Business Review**, v. 91, n. 5, p. 63–72, 2013.

BOCCARDELLI, P.; MAGNUSSON, M. G. Dynamic Capabilities in Early-Phase Entrepreneurship. **Knowledge and Process Management**, v. 13, n. 3, p. 162–174, 2006.

BOGODISTOV, Y. Multilevel model of dynamic capabilities. Annual Conference of the European Academy of Management EURAM. **Anais...**, 2013. Istambul.

CARDOSO, A. L. J.; KATO, H. T. Análise Das Publicações Sobre Capacidades Dinâmicas Entre 1992 E 2012: Discussões Sobre a Evolução Conceitual E As Contribuições Dos Autores De Maior Notoriedade Na Área. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 3, p. 201–237, 2015.

CAVUSGIL, E.; SEGGIE, S. H.; TALAY, M. B. Dynamic capabilities view: Foundations and research agenda. **Journal of Marketing Theory and Practice**, v. 15, n. 2, p. 159–166, 2007.

CHANG, C. C. Exploring IT entrepreneurs' dynamic capabilities using Q-technique. **Industrial Management and Data Systems**, v. 112, n. 8, p. 1201–1216, 2012.

CHANG, C. C. An IPA-embedded model for evaluating creativity curricula. **Innovations in Education and Teaching International**, v. 51, n. 1, p. 59–71, 2014. Routledge. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/14703297.2013.856144>>. .

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. São Paulo: Cortez, 1991.

CHO, D. S.; KIM, D. J.; RHEE, D. K. Latecomer Strategies: Evidence from the Semiconductor Industry in Japan and Korea. **Organization Science**, v. 9, n. 4, p. 489–505, 1998.

CLOMINSON, R. The Ultimate Startup Failure Rate Report [2020]. Disponível em: <<https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>>. Acesso em: 14/3/2020.

COHEN, W. M.; LEVINTHAL, D. A. Absorptive capacity: A New Perspective on learning and innovation. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, p. 128–152, 1990.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2º ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COSTA, P. R. DA; PORTO, G. S. Governança tecnológica e cooperabilidade nas multinacionais brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 2, p. 201–221, 2014.

CRESWELL, J. W. **Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches**. 4º ed. Sage, 2014.

CRESWELL, J. W.; CRESWELL, J. D. **Research design: qualitative, quantitative and mixed methods**. 5º ed. Sage, 2018.

DEBRULLE, J.; MAES, J.; SELS, L. Start-up absorptive capacity: Does the owner's human and social capital matter? **International Small Business Journal**, v. 32, n. 7, p. 777–801, 2014.

DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. **The Sage Handbook of Qualitative Research**. 5º ed. Sage, 2018.

DESMARAIS, L.; PARENT, R.; LECLERC, L.; et al. Knowledge transfer between two geographically distant action research teams. **Journal of Workplace Learning**, v. 21, n. 3, p. 219–239, 2009.

DÍEZ VIAL, I.; MONTORO SÁNCHEZ, Á. From incubation to maturity inside parks: the evolution of local knowledge networks. **International Journal of Technology Management**, v. 73, n. 1/2/3, p. 132–150, 2017.

DOSI, G.; NELSON, R. E.; WINTER, S. G. “Introduction: the nature and dynamics of organizational capabilities” in Dosi, G., Nelson, R.E. and Winter, S.G. (Eds), **The Nature and Dynamics of Organizational Capabilities**,. Nova York: Oxford University Press, 2002.

EASTERBY-SMITH, M.; PRIETO, I. M. Dynamic capabilities and knowledge management: An integrative role for learning? **British Journal of Management**, v. 19, p. 235–249, 2008.

EISENHARDT, K. M.; MARTIN, J. A. Dynamic capabilities: what are they? **Strategic Management Journal**, v. 21, n. Special, p. 1105–1121, 2000.

ERIKSSON, T.; NUMMELA, N.; SAARENKETO, S. Dynamic capability in a small global factory. **International Business Review**, v. 23, p. 169–180, 2014. Elsevier Ltd. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.03.007>>. .

EVERS, N. International new ventures in “low tech” sectors: A dynamic capabilities perspective. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 18, n. 3, p. 502–528, 2011.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. 3º ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

FENG, N.; FU, C.; WEI, F.; et al. The key role of dynamic capabilities in the evolutionary process for a startup to develop into an innovation ecosystem leader: An indepth case study. **Journal of Engineering and Technology Management**, v. 54, p. 81–96, 2019. Elsevier. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jengtecman.2019.11.002>>. .

FERASSO, M.; TAKAHASHI, A. R. W.; MAY, M. R. Dynamic capabilities, operational capabilities and SMEs performance: A synthesis of researches. International Association for Management of Technology Conference, IAMOT 2017. **Anais...** . p.1–18, 2017. Vienna, Austria.

FLICK, U. Triangulation. Em DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. **The Sage handbook of qualitative research**. 5º ed, 2018. Sage.

GAJENDRAN, T.; BREWER, G.; GUDERGAN, S.; SANKARAN, S. Deconstructing dynamic capabilities: The role of cognitive and organizational routines in the innovation process. **Construction Management and Economics**, v. 32, n. 3, p. 246–261, 2014.

GARG, A.; SHIVAM, A. K. Research Journal of Social Sciences Funding to growing start-ups. , v. 10, n. 2, p. 22–31, 2017.

GERBER, E. M.; HUI, J. Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. **ACM Transactions on Computer-Human Interaction**, v. 20, n. 6, ART 34, 2013.

GIARDINO, C.; PATERNOSTER, N.; UNTERKALMSTEINER, M.; GORSCHKE, T.; ABRAHAMSSON, P. What do we know about software development in startups? **IEEE Software**, v. 31, n. 5, p. 28–32, 2014.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5º ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GLESSLER, L. A. **Introdução à pesquisa: projetos e relatórios**. 2º ed. São Paulo: Loyola, 2004.

GREWAL, R.; TANSUHAJ, P. Building Organizational Capabilities for Managing Economic Crisis : The Role of Market Orientation and Strategic Flexibility. **Journal of Marketing**, v. 65, p. 67–80, 2001.

HAMEL, G.; PRAHALAD, C. K. Strategic Intent. **Harvard Business Review**, , n. May/June, p. 17–30, 1989.

HAMILTON, R. H. E-commerce new venture performance: How funding impacts culture. **Internet Research: Electronic Networking Applications and Policy**, v. 11, n. 4, p. 277–285, 2001.

HARMON, S. **Zero Gravity: Riding Venture Capital from High-Tech Start-Up to Breakout IPO**. Princeton, NJ: Bloomberg Press, 1999.

HASENPUSCH, T. C.; BAUMANN, S. Strategic Media Venturing: Corporate Venture Capital Approaches of TIME Incumbents. **International Journal on Media Management**, v. 19, n. 1, p. 77–100, 2017. Routledge. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/14241277.2017.1280040>>. .

HELFAT, C. E.; LIEBERMAN, M. B. The birth of capabilities: market entry and the importance of pre-history. **Industrial and Corporate Change**, v. 11, n. 4, p. 725–760, 2002.

HELFAT, C. E.; PETERAF, M. A. The dynamic resource-based view: Capability lifecycles. **Strategic Management Journal**, v. 24, p. 997–1010, 2003.

HELFAT, C. E.; PETERAF, M. A. Managerial cognitive capabilities and the microfoundations of dynamic capabilities. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 6, p. 831–850, 2014.

HOOPES, D. G.; MADSEN, T. L.; WALKER, G. Guest editors' introduction to the special issue: Why is there a resource-based view? Toward a theory of competitive heterogeneity. **Strategic Management Journal**, v. 24, p. 889–902, 2003.

HRISTOV, K. Internet plus policy: a study on how China can achieve economic

growth through the internet of things. **Journal of Science and Technology Policy Management**, 2017.

INNOCENTI, N.; ZAMPI, V. What does a start-up need to grow? An empirical approach for Italian innovative start-ups. **International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research**, v. 25, n. 2, p. 376–393, 2018.

JANKAVSKI, A. Um marco legal para as startups. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/um-marco-para-as-startups/>>. Acesso em: 29/3/2020.

JOO, M. H.; NISHIKAWA, Y.; DANDAPANI, K. ICOs, the next generation of IPOs. **Managerial Finance**, 2019.

JUNIOR, P. H.; ABIB, G.; HOPPEN, N. Validity in Qualitative Research: A Processual Approach. **The Qualitative Report**, v. 24, n. 1, p. 98–112, 2019.

KENNY, B.; FAHY, J. Smes' networking capability and international performance. **Advances in Business Marketing and Purchasing**, v. 18, n. 3, p. 529–555, 2011.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 2009.

KUMAR, V.; GAUR, A.; ZHAN, W.; LUO, Y. Co-evolution of MNCs and local competitors in emerging markets. **International Business Review**, v. 28, p. 1–7, 2019.

KUSCHEL, K.; LEPELEY, M.; ESPINOSA, F.; GUTIÉRREZ, S. Funding challenges of Latin American women start-up founders in the technology industry & Strategic Management. **Cross Cultural & Strategic Management**, v. 24, n. 2, p. 310–331, 2017.

KUSUNOKI, K.; NONAKA, T.; NAGATA, A. Organizational Capabilities in Product Development of Japanese Firms: A Conceptual Framework and Empirical Findings. **Organization Science**, v. 9, n. 6, p. 699–718, 1998.

LAVILLE, C.; DIONNE, J. A. **Construção do saber: Manual de Metodologia da Pesquisa em Ciências Humanas**. Belo Horizonte: UFMG, 1999.

LAWTON, T.; RAJWANI, T. Designing lobbying capabilities: Managerial choices in unpredictable environments. **European Business Review**, v. 23, n. 2, p. 167–189, 2011.

LENZER, J. Searching for Green: Funding Options to Advance Innovations. **Technology & Innovation**, v. 20, p. 371–376, 2019.

LIN, E.; LIN, T. M. Y.; LIN, B. W. New high-tech venturing as process of resource accumulation. **Management Decision**, v. 48, n. 8, p. 1230–1246, 2010.

LITTUNEN, H.; VIRTANEN, M. Differentiating factors of venture growth: From statics

to dynamics. **International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research**, v. 15, n. 6, p. 535–554, 2009.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3º ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MORSE, J. Reframing rigor in qualitative inquiry. Em **DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. The Sage handbook of qualitative research**. 5º ed, 2018. Sage.

NELSON, R. R.; WINTER, S. G. **An Evolutionary Theory of Economic Change**. Belknap Press, Cambridge, 1982.

NEUMAN, L. W. **Social research methods: qualitative and quantitative approaches**. Boston: Allyn & Bacon, 1997.

NEWHEY, L. R.; ZAHRA, S. A. The evolving firm: How dynamic and operating capabilities interact to enable entrepreneurship. **British Journal of Management**, v. 20, p. S81–S100, 2009.

OLIVA, F. L.; COUTO, M. H. G.; SANTOS, R. F.; BRESCIANI, S. The integration between knowledge management and dynamic capabilities in agile organizations. **Management Decision**, v. 57, n. 8, p. 1960–1979, 2019.

OLIVA, F. L.; KOTABE, M. Barriers, practices, methods and knowledge management tools in startups. **Journal of Knowledge Management**, v. 23, n. 9, p. 1838–1856, 2019.

OLIVA, F. L.; SOBRAL, M. C.; DOS SANTOS, S. A.; DE ALMEIDA, M. I. R.; DE HILDEBRAND E GRISI, C. C. Measuring the probability of innovation in technology-based companies. **Journal of Manufacturing Technology Management**, v. 22, n. 3, p. 365–383, 2011.

OPPONG-TAWIAH, D.; CHAN, Y. E. The influence of IT and knowledge capabilities on the survival of university IT startups. **International Journal of Technoentrepreneurship**, v. 3, n. 2, p. 150–172, 2016.

PABLO, A. L.; REAY, T.; DEWALD, J. R.; CASEBEER, A. L. Identifying, enabling and managing dynamic capabilities in the public sector. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 5, p. 687–708, 2007.

PARK, G.; SHIN, S. R.; CHOY, M. Early mover (dis)advantages and knowledge spillover effects on blockchain startups' funding and innovation performance. **Journal of Business Research**, v. 109, p. 64–75, 2020. Elsevier. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.068>>. .

PENROD, J.; PRESTON, D. B.; CAIN, R. E.; STARKS, M. T. A Discussion of Chain Referral As a Method of Sampling Hard-to-Reach Populations. **Journal of Transcultural Nursing**, v. 14, n. 2, p. 100–107, 2003.

PIENING, E. P. Dynamic Capabilities in Public Organizations: A literature review and

research agenda. **Public Management Review**, v. 15, n. 2, p. 209–245, 2013.

PORTER, M. E. **Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors**. Nova York: The Free Press, 1980.

PORTER, M. E. **Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance**. Nova York: The Free Press, 1985.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. The core competence of the corporation. **Harvard Business Review**, p. 3–15, 1990.

PRANGE, C.; VERDIER, S. Dynamic capabilities, internationalization processes and performance. **Journal of World Business**, v. 46, n. 1, p. 126–133, 2011. Elsevier Inc. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2010.05.024>>. .

RAMPAZZO, L. **Metodologia científica: para alunos dos cursos de graduação e pós-graduação**. 3º ed. São Paulo: Loyola, 2005.

RATINHO, T.; AMEZCUA, A.; HONIG, B.; ZENG, Z. Supporting entrepreneurs: A systematic review of literature and an agenda for research. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 154, p. 1–20, 2020. Elsevier. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.119956>>. .

RICHTER, F. U.S. Venture Capital Funding Reaches Dot-Com Era Level. Disponível em: <<https://www.statista.com/chart/11443/venture-capital-activity-in-the-us/>>. Acesso em: 17/3/2020.

RIES, E. **A Startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Leya, 2012.

RODRIGO, J. **TRT 18ª Região – Tribunal Regional do Trabalho / Analista Judiciário – área administrativa**. Brasília: Vestcon, 2008.

RODRÍGUEZ-SERRANO, M. Á.; MARTÍN-ARMARIO, E. Born-Global SMEs, Performance, and Dynamic Absorptive Capacity: Evidence from Spanish Firms. **Journal of Small Business Management**, v. 57, n. 2, p. 298–326, 2019.

ROUNDY, P. T.; FAYARD, D. Dynamic Capabilities and Entrepreneurial Ecosystems: The Micro-Foundations of Regional Entrepreneurship. **Journal of Entrepreneurship**, p. 1–27, 2018.

ROWLEY, J. D. The Q4/EOY 2019 Global VC Report: A Strong End To A Good, But Not Fantastic, Year. Disponível em: <<https://news.crunchbase.com/news/the-q4-eoy-2019-global-vc-report-a-strong-end-to-a-good-but-not-fantastic-year/>>. Acesso em: 17/3/2020.

SALDAÑA, J.; OMASTA, M. **Qualitative research: analyzing life**. Sage, 2017.

SALEHI, F.; ZOLKIEWSKI, J.; PERKS, H.; BAHREINI, M. A. Exploration of capability

and role development in an emerging technology network. **Journal of Business and Industrial Marketing**, v. 33, n. 7, p. 931–944, 2018.

SARKIS, J.; GONZALEZ-TORRE, P.; ADENSO-DIAZ, B. Stakeholder pressure and the adoption of environmental practices: The mediating effect of training. **Journal of Operations Management**, v. 28, n. 2, p. 163–176, 2010. Elsevier B.V. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jom.2009.10.001>>. .

SAVARESE, M. F.; ORSI, L.; BELUSSI, F. New venture high growth in high-tech environments. **European Planning Studies**, v. 24, n. 11, p. 1937–1958, 2016. Taylor & Francis.

SEXTON, M.; BARRETT, P. A literature synthesis of innovation in small construction firms: Insights, ambiguities and questions. **Construction Management and Economics**, v. 21, n. 6, p. 613–622, 2003.

SHANG, S. S. C.; LIN, S. F.; WU, Y. L. Service innovation through dynamic knowledge management. **Industrial Management and Data Systems**, v. 109, n. 3, p. 322–337, 2009.

SHI, Y.; XU, D.; GREEN, P. Software startup growth: The role of dynamic capabilities, it innovation and customer involvement. **Proceedings - Pacific Asia Conference on Information Systems, PACIS 2014**, , n. 240, 2014.

SILVA, A. J. H. DA. Metodologia de Pesquisa: Conceitos Gerais. Disponível em: <<http://repositorio.unicentro.br:8080/jspui/handle/123456789/841>>. Acesso em: 9/3/2020.

SIMON, H. A. **Administrative behaviour**. 2º ed. Nova York: Macmillan, 1957.

SIMON, H. A. **A racionalidade do processo decisório em empresas**. Rio de Janeiro: Edições Multiplic, 1980.

SINGER, B. Contours of development. **Journal of Business Venturing**, v. 10, p. 303–329, 1995.

SOETANTO, D.; GEENHUIZEN, M. VAN. Technovation Getting the right balance : University networks ' in fl uence on spin-offs ' attraction of funding for innovation. **Technovation**, v. 36–37, p. 26–38, 2015. Elsevier. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.technovation.2014.10.008>>. .

SOSNA, M.; TREVINYO-RODRÍGUEZ, R. N.; VELAMURI, R. Business Model Innovation through Trial-and-Error Learning. **Long Range Planning**, v. 43, p. 383–407, 2010.

SOUZA, E. M.; FORTE, S. H. A. C. Uma Contribuição à estrutura teórica para a Capacidade Dinâmica Cognitiva. **Revista de Administracao Mackenzie**, v. 20, n. 4, p. 1–30, 2019.

STARTUPBASE. O banco de dados oficial da Associação Brasileira de Startups:

veja as estatísticas do Banco de Dados. Disponível em:
<<https://startupbase.com.br/home>>. Acesso em: 05/02/2021.

STEINRÜCKE, M.; ALBRECHT, W. Quantitative decision support for network integration of start-up companies. **International Journal of Globalisation and Small Business**, v. 8, n. 1, p. 73–99, 2016.

STORY, V.; O'MALLEY, L.; HART, S. Roles, role performance, and radical innovation competences. **Industrial Marketing Management**, v. 40, p. 952–966, 2011. Elsevier B.V. Disponível em:
<<http://dx.doi.org/10.1016/j.indmarman.2011.06.025>>. .

SUTTON, S. M. The role of process in a software start-up. **IEEE Software**, v. 17, n. 4, p. 33–39, 2000.

SYMEONIDOU, N.; NICOLAOU, N. Resource orchestration in start-ups: Synchronizing human capital investment, leveraging strategy, and founder start-up experience. **Strategic Entrepreneurship Journal**, v. 12, n. 2, p. 194–218, 2018.

TAKAHASHI, V. P. Transferência de conhecimento tecnológico: estudo de múltiplos casos na indústria farmacêutica. **Gestão & Produção**, v. 12, n. 2, p. 255–269, 2005.

TALLOTT, M.; HILLIARD, R. Developing dynamic capabilities for learning and internationalization: A case study of diversification in an SME. **Baltic Journal of Management**, v. 11, n. 3, p. 328–347, 2016.

TEECE, D. J. Achieving integration of the business school curriculum using the dynamic capabilities framework. **Journal of Management Development**, v. 30, n. 5, p. 499–518, 2011.

TEECE, D. J.; PISANO, G.; SHUEN, A. Dynamic capabilities and strategic management. **Strategic Management Journal**, p. 509–533, 1997.

TEECE, D.; PETERAF, M.; LEIH, S. Dynamic capabilities and organizational agility: Risk, uncertainty, and strategy in the innovation economy. **California Management Review**, v. 58, n. 4, p. 13–35, 2016.

TEECE, D.; PISANO, G. The Dynamic Capabilities of Firms: an introduction. **Industrial and Corporate Change**, v. 3, n. 3, p. 537–556, 1994.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1998.

VITALI, S.; TEDESCHI, G.; GALLEGATY, M. The impact of classes of innovators on technology, financial fragility, and economic growth. **Industrial and Corporate Change**, p. 1–23, 2013.

WERNERFELT, B. Harmonised implementation of Application-Specific Messages (ASMs). **Strategic management journal**, v. CINCO, n. 2, p. 1–12, 1984. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250050207/abstract>>. .

WILLIAMSON, O. E. The economics of organization: the transaction cost approach. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548–577, 1981.

WONGLIMPIYARAT, J. Risk management tool to maximise the performance of technology accelerators. **International Journal of Business Innovation and Research**, v. 16, n. 2, p. 227–242, 2018.

WORLD BANK. **Doing Business 2020**. Washington, DC, 2020.

WU, L. Y. Entrepreneurial resources, dynamic capabilities and start-up performance of Taiwan's high-tech firms. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 5, p. 549–555, 2007.

YE, Q. New-Born Startups Performance : Influences of Resources and Entrepreneurial Team Experiences. , v. 11, n. 2, p. 1–15, 2018.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3º ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 6º ed. Porto Alegre: Bookman, 2018.

ZAHRA, S. A.; SAPIENZA, H. J.; DAVIDSSON, P. Entrepreneurship and dynamic capabilities: A review, model and research agenda. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 4, p. 917–955, 2006.

ZHENG, Y.; LIU, J.; GEORGE, G. The dynamic impact of innovative capability and inter-firm network on firm valuation: A longitudinal study of biotechnology start-ups. **Journal of Business Venturing**, v. 25, n. 6, p. 593–609, 2010. Elsevier Inc. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.02.001>>. .

APÊNDICE A – APRESENTAÇÃO E TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE ESCLARECIDO

Prezado Investidor,

Venho por meio deste convidá-lo a participar de uma pesquisa de dissertação de mestrado intitulada: Capacidades Dinâmicas (CD) Embrionárias Na Realização De Investimentos Em Startups: Um Estudo Multicasos. Como objetivo principal, a pesquisa procura compreender como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em startups.

Para alcançar o objetivo desta pesquisa, será necessária uma entrevista (de até 1 hora de duração) com investidor ou indivíduo que possua papel direto ou com grande conhecimento no processo de avaliação de startups e subsequente tomada de decisão. A entrevista pode ser realizada via Microsoft Teams ou outra plataforma mais conveniente para o entrevistado. Além disso, precisaremos de acesso a documentos envolvidos no processo de seleção e avaliação, quando existentes.

Os dados tais como o nome da organização e entrevistados serão mantidos em sigilo e identificados por números ou códigos, se for de preferência do entrevistado. Ao finalizar a pesquisa, os resultados serão entregues para os participantes de forma sistematizada.

Ao final deste trabalho, pretende-se entender se as CDs embrionárias fazem do processo de avaliação das startups e sua importância. Outrossim, a identificar demais capacidades ou características que fazem parte da avaliação e decisão de investimento em startups.

A seguir, uma breve explicação teórica da pesquisa:

Para atingir seus objetivos com sucesso e alcançar um melhor desempenho, uma startup precisa desenvolver capacidades individuais e coletivas durante o processo de desenvolvimento do negócio. As CDs são críticas para uma empresa promover a agilidade organizacional que é necessária para operar em um ambiente de incerteza. São elas que definem a capacidade da empresa de inovar, adaptar e criar mudanças que são favoráveis ao mercado consumidor e desfavorável aos concorrentes. É necessário que o planejamento de atividades seja rápido o suficiente para operar, inovar e se adaptar aos novos cenários.

As CDs são essenciais para permitir às organizações desenvolver, adaptar e renovar seus modelos de negócios, a fim de criar valor de forma sustentada. As CDs são valiosas, raras, inimitáveis e insubstituíveis. São ativos intangíveis desenvolvidos para empregar recursos específicos e idiossincráticos; tornam as organizações distintas entre si, além de que sustentam a vantagem competitiva em ambientes instáveis e de rápidas mudanças.

Para entender melhor a atuação das CDs em startups, optou-se pela utilização de uma perspectiva teórica cujo esquema abrange três grupos de CDs: i) capacidades cognitivas; ii) capacidades gerenciais; e iii) capacidades organizacionais.

Dentre as capacidades cognitivas, encontram-se a orientação empreendedora, consciência cultural e mentalidade global. Já a competência em interface e capacidade analítica fazem parte das capacidades gerenciais. Por fim, flexibilidade e capacidade absorptiva fazem parte do grupo de capacidades organizacionais. A esse conjunto de construtos intitulou-se “Capacidades Dinâmicas Embrionárias”.

Para qualquer informação adicional ou resposta, o e-mail da pesquisadora é scholzmarialeticia@gmail.com, e celular (wpp): (41) 99768-1228. Outras dúvidas também podem ser sanadas através do contato com a Professora responsável pela orientação do estudo: Márcia Ramos May, no e-mail marciarmay@gmail.com.

Os resultados obtidos não têm o intuito de prejudicar ou causar danos aos participantes ou aos seus negócios. Além disso, o entrevistado poderá solicitar o material coletado pelo pesquisador.

Solicita-se aos participantes responder as seguintes perguntas iniciais para cumprir com os objetivos desta pesquisa de: (1) coletar os dados; e (2) analisar e apresentar os dados no desenvolvimento do projeto mantendo o rigor da pesquisa, e o respeito aos participantes.

1. A entrevista pode ser gravada pelo pesquisador? () Sim () Não
2. O nome da empresa poderá ser utilizado na pesquisa? () Sim () Não

Eu _____,
abaixo assinado, concordo em participar da pesquisa, afirmo ter recebido todas as informações acima, respondido as perguntas, e estou ciente que terei todos os meus direitos relacionados acima, além de ter recebido uma cópia deste termo.

Assinatura do Entrevistado/Participante

Data: ____/____/____.

Agradeço a atenção,
Maria Leticia Santos Scholz
<http://lattes.cnpq.br/9197406411577526>

APÊNDICE B - ROTEIRO DE ENTREVISTA PARA O INVESTIDOR

Questão de Pesquisa 1:

Quais são as etapas e como se deu o processo de avaliação e seleção de tal startup?

1. Como busca e seleciona startups?
2. Quais são as fases do processo de avaliação e como ocorrem?
3. Existe alguma ferramenta que apoie este processo?

Questão de Pesquisa 2:

Existiram CDs embrionárias nesta trajetória, considerando as categorias de CDs cognitivas, gerenciais e organizacionais?

Questão de Pesquisa 3:

Como se configuraram as CDs embrionárias no processo de avaliação?

Questão de Pesquisa 4:

Houve elementos não contributivos ao processo de seleção e decisão de investimento que sejam relacionados às CDs embrionárias?

4. Quais produtos/serviços ela oferecia no momento do investimento?
5. Qual era o diferencial dos produtos/serviços oferecidos?
6. Por que os clientes escolhiam esta startup?
7. Como era o dia a dia da startup e como se organizava? (c) (d)
8. Quais recursos da startup eram essenciais para seu funcionamento no momento de avaliação da mesma? (Ex: físicos, humanos, financeiros, licenças, transferência de tecnologia, patentes, direitos autorais).
9. Havia algum sistema interno para armazenamento e comunicação de dados?
10. Havia interação destes sistemas com atores externos? (Ex: fornecedores, armazéns)
11. Havia processos, fatores no dia-a-dia da startup que, com a sua experiência, enxergava possibilidade de otimizar?
12. E o modelo de negócios no momento do investimento? Como era? Havia possibilidade ou necessidade de adaptação?
13. Como se tomavam decisões quando os recursos eram escassos?
14. Ocorria alguma prática de estímulo, apoio, treinamento ou desenvolvimento para os colaboradores?
15. Como avaliou o mercado que a startup atuava, no momento da seleção? (a)
16. A investida monitorava seus concorrentes e mercado? De qual maneira? (a)
17. Como você fez para identificar barreiras e riscos antes do investimento ocorrer? Quais ferramentas utilizou?
18. Havia planos ou necessidade de expansão de portfólio? E de mercado? Quais eram e como eram gerenciados?
19. A startup fazia benchmarks com parceiros ou concorrentes? Como ocorria?

20. Quem eram os principais parceiros e atores chave nas atividades da startup?
21. Conversou com algum deles antes de decidir pelo investimento?
22. Como eram escolhidas as relações com parceiros e fornecedores? (Ex: idoneidade, credibilidade, preço)
23. Como ocorria a comunicação com estes atores?
24. Quais destas relações eram formalizadas por contrato?

APÊNDICE C - CRONOGRAMA

Apresenta-se a seguir o cronograma das atividades necessárias para a realização desta pesquisa, que compreende os meses de maio de 2020 a março de 2021, desde a qualificação do projeto até os ajustes pós-defesa da dissertação.

Ano	2020								2021		
Mês / Atividades	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20	set/20	out/20	nov/20	dez/20	jan/21	fev/21	mar/21
Qualificação											
Ajustes Pós-Qualificação											
Caso piloto											
Preparação para Coleta de Dados											
Coleta de Dados											
Análise de Dados											
Discussão de Dados											
Conclusão											
Agendamento da defesa											
Defesa da Tese											
Ajustes Pós-Defesa											

Fonte: A autora (2021).

APÊNDICE D – PROTOCOLO DE ESTUDO DE CASO

SEÇÃO A – VISÃO GLOBAL DO ESTUDO	
Problema de pesquisa	Como as capacidades dinâmicas embrionárias são consideradas pelo investidor em seu processo de avaliação e sua contribuição na realização de investimentos em startups?
Objetivos da Pesquisa	i) Compreender as etapas do processo de avaliação da startup; ii) Identificar a existência de CDs embrionárias a partir dos códigos e categorias de capacidades cognitivas, gerenciais e organizacionais; iii) Descrever como as CDs embrionárias se configuram no processo de avaliação das startups; iv) Levantar outros elementos contributivos ou não ao processo de seleção e decisão de investimento.
Questões da Pesquisa	i) Quais são as etapas e como se deu o processo de avaliação de tal startup? ii) Existiram CDs embrionárias nesta trajetória, considerando as categorias de CDs cognitivas, gerenciais e organizacionais? iii) Como se configuraram as CDs embrionárias no processo de avaliação? iv) Houve outros elementos contributivos ou não neste processo de avaliação e decisão do investimento?
Framework teórico	i) <i>Startups</i> ; ii) Tipos de Investimentos em <i>startups</i> ; iii) Capacidades Dinâmicas.
Unidade de Análise	Investidores de VC e Anjos.

SEÇÃO B – PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	
Escolha dos casos	i) Conforme acessibilidade, selecionar um caso para realização do estudo piloto; ii) Selecionar os demais casos conforme indicação bola de neve; iii) Identificar o tipo de investidor como de <i>venture capital</i> ou anjo; iv) Pré-acordar a entrevista, que tratará do processo geral de avaliação e de um investimento específico realizado em uma <i>startup</i>
Planejamento da coleta de evidências	i) Relacionar canais de comunicação para acesso aos documentos e entrevistas; ii) Assegurar um equipamento para armazenamento das informações a serem coletadas (<i>notebook</i> e gravador de áudio); iii) Elaborar carta de apresentação do estudo e termo de consentimento livre e esclarecido para as entrevistas iv) Contatar pessoas com <i>networking</i> no ecossistema de <i>startups</i> e de fundos de VC e anjos; v) Verificar disponibilidade para realização da entrevista; vi) Enviar a carta de apresentação e o termo de consentimento livre e esclarecido
Coleta de Evidências	i) Realizar entrevistas semiestruturadas ii) Identificar durante a entrevista quais documentos secundários existem e podem ser acessados em cada caso, desde que auxiliem

	<p>a responder as questões de pesquisa, como <i>checklists</i>, questionários, ferramentas e <i>websites</i>;</p> <p>iii) Gravar o áudio durante a entrevista, desde que previamente autorizado pelo entrevistado;</p> <p>iv) Importar áudio para a ferramenta <i>Amazon Transcribe</i>;</p> <p>v) Importar transcrição para o <i>software</i> Atlas ti 7.</p>
SEÇÃO C – PERGUNTAS PARA COLETA DE DADOS	
Roteiro de Entrevista	Ver Apêndice B.

SEÇÃO D – GUIA PARA RELATÓRIO DE ESTUDO DE CASO	
Audiência do Relatório	<p>i) Membros da banca avaliadora da dissertação;</p> <p>ii) Pesquisadores da área de capacidades dinâmicas e <i>startups</i>;</p> <p>iii) Empreendedores que já tenham ou não fundado sua <i>startup</i>;</p> <p>iv) Investidores de fundos de VC e investidores-anjo</p> <p>v) Sociedade em geral;</p> <p>vi) Utilizar linguagem acessível aos diferentes públicos;</p> <p>vii) Fazer revisão ortográfica e de linguagem.</p>
Preparação do Relatório	<p>i) Definir a estrutura de apresentação dos resultados;</p> <p>ii) Descrever e analisar o caso;</p> <p>iii) Analisar comparativamente cada capacidade entre os casos;</p> <p>iv) Realizar um confronto teórico-empírico.</p>
Cronograma de Eventos	Cronograma proposto no projeto de dissertação (APÊNDICE C).

APÊNDICE E – LEGENDAS RESULTADOS ATLAS TI. 7

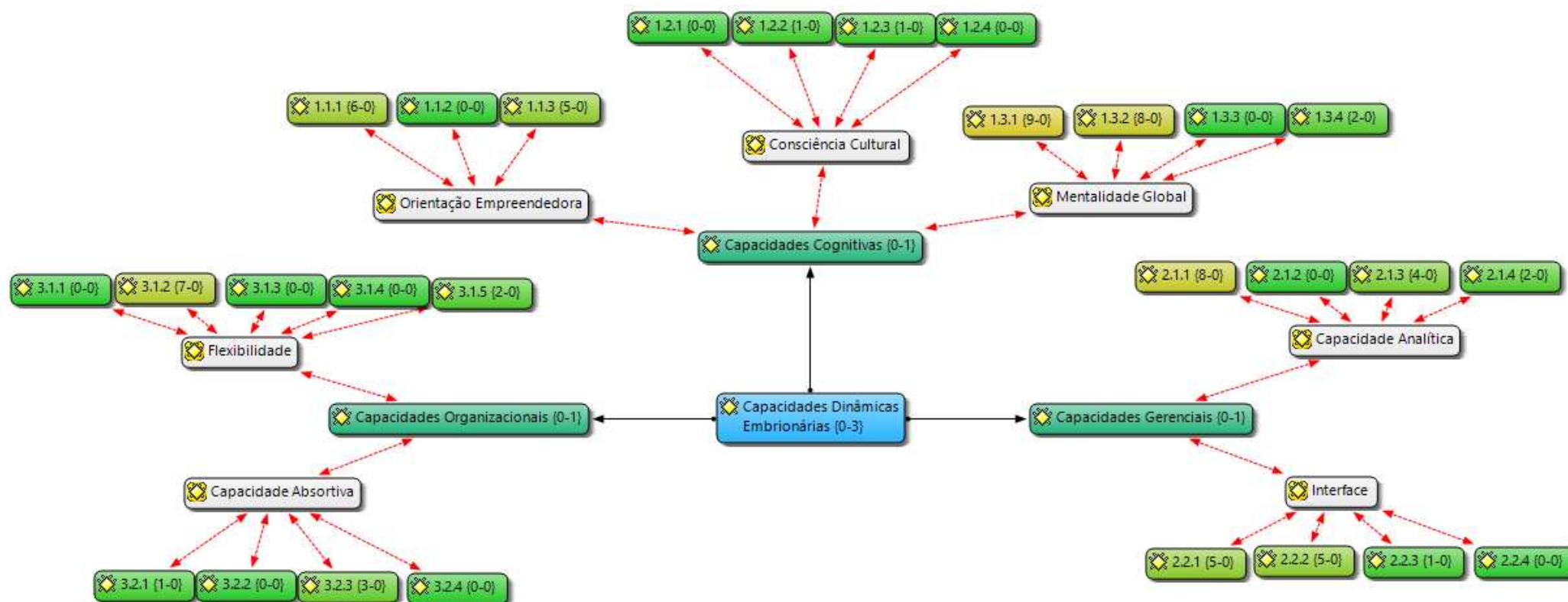
Componente	Código	Descrição
Orientação Empreendedora	1.1.1	Recursos
	1.1.2	Novos produtos ou serviços
	1.1.3	Riscos
Consciência Cultural	1.2.1	Escolha Parceiros e fornecedores
	1.2.2	Barreiras
	1.2.3	Novas Tecnologias
	1.2.4	Padrões de Consumo
Mentalidade Global	1.3.1	Mercado de atuação
	1.3.2	Expansão
	1.3.3	Benchmarks/Trocas
	1.3.4	Portfolio

Componente	Código	Descrição
Capacidade Analítica	2.1.1	Habilidades em gestão
	2.1.2	Análise do micro e macro ambiente
	2.1.3	Estrutura de governança
	2.1.4	Controle e processamento de informações
Interface	2.2.1	Identificação dos sujeitos-chave
	2.2.2	Comunicação com os sujeitos-chave
	2.2.3	Relações formais
	2.2.4	Relações informais

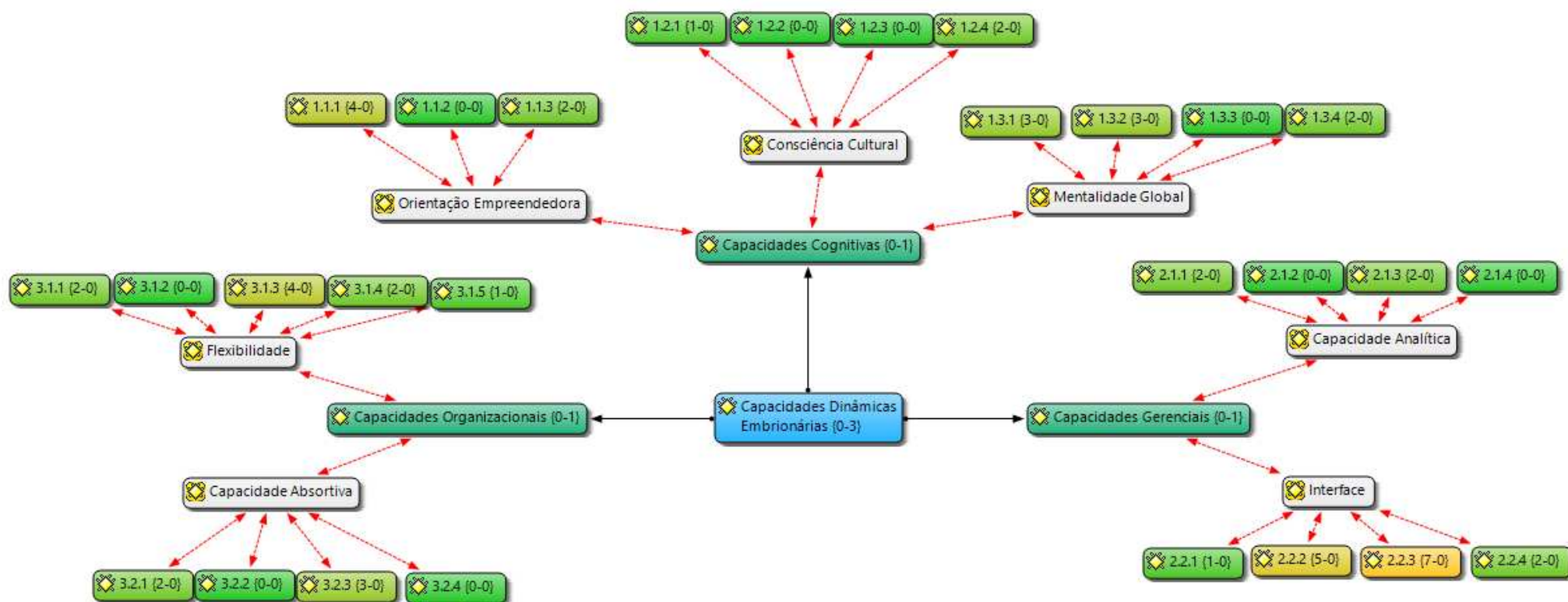
Componente	Código	Descrição
Flexibilidade	3.1.1	Resposta às mudanças
	3.1.2	Modelo de Negócios
	3.1.3	Adaptação e Flexibilidade
	3.1.4	Estrutura Organizacional
	3.1.5	Tomada de decisão
Capacidade Absortiva	3.2.1	Treinamento e desenvolvimento
	3.2.2	Coleta e uso de informações externas
	3.2.3	Comunicação interna e externa
	3.2.4	Distribuição de atividades internas

APÊNDICE F – APRESENTAÇÃO DE RESULTADOS SOFTWARE ATLAS TI.7

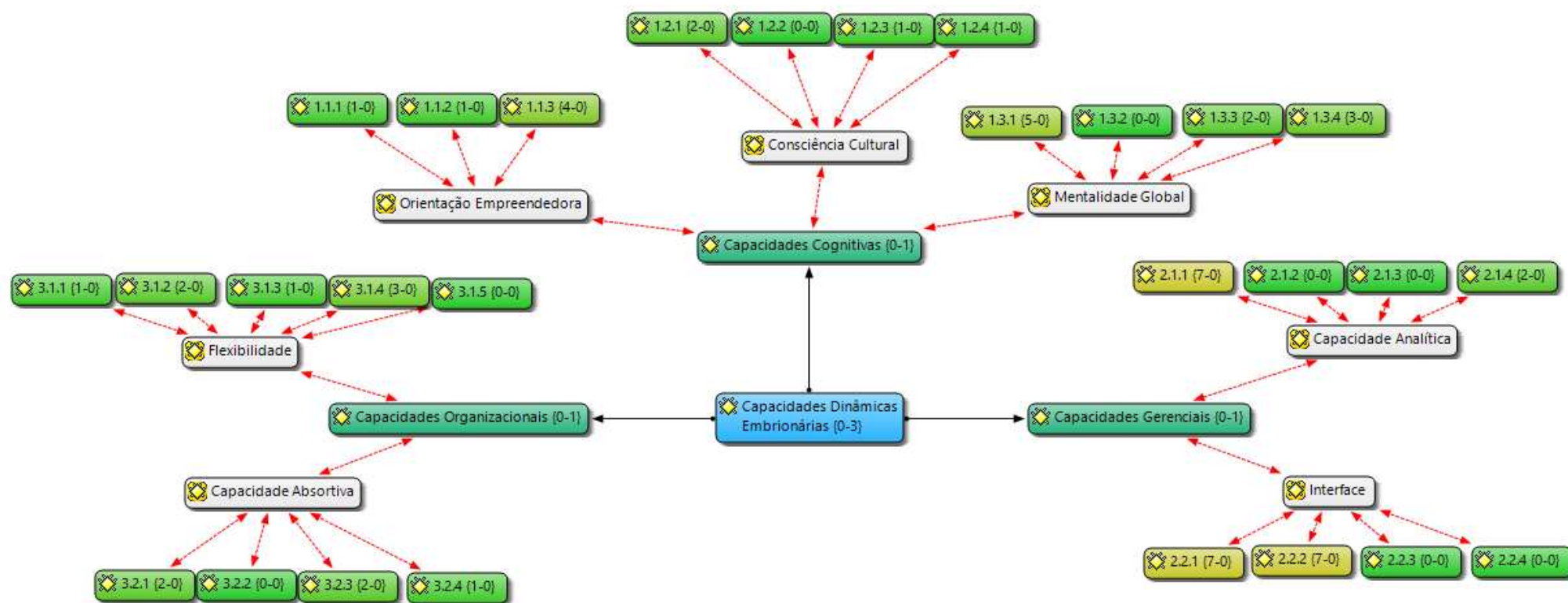
RESULTADOS CASO A



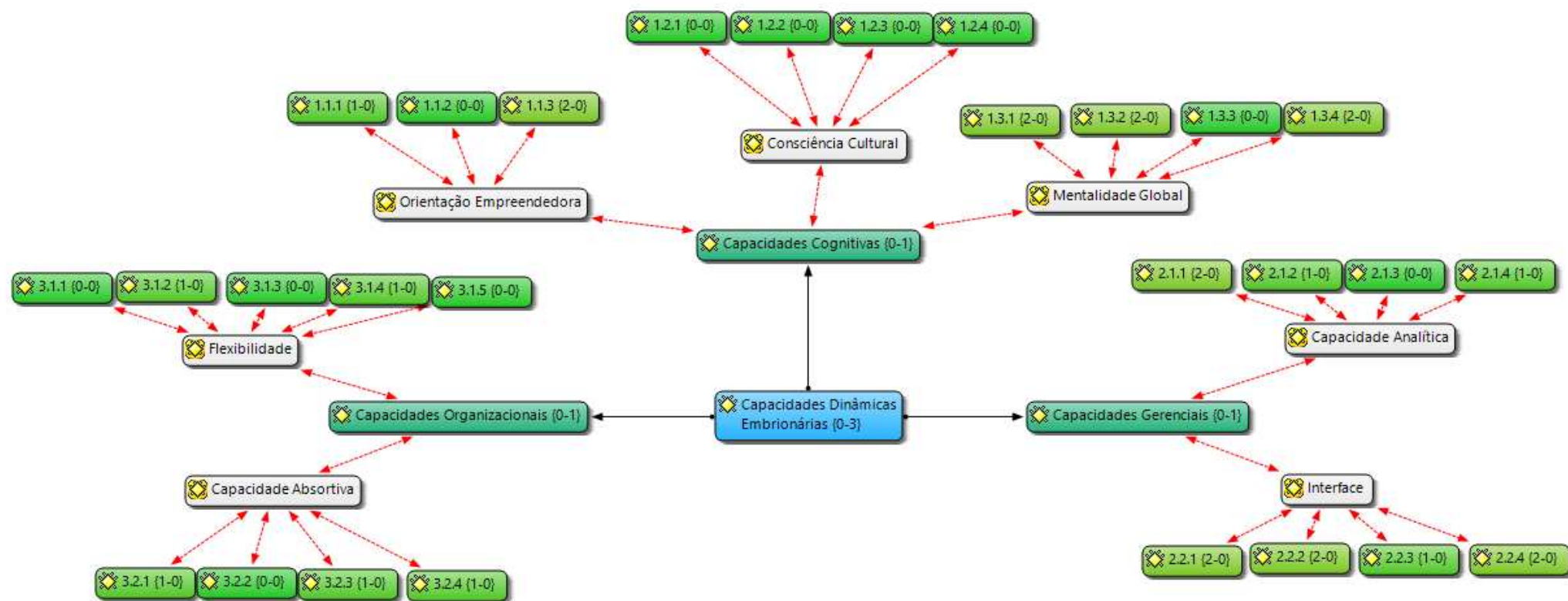
RESULTADOS CASO B



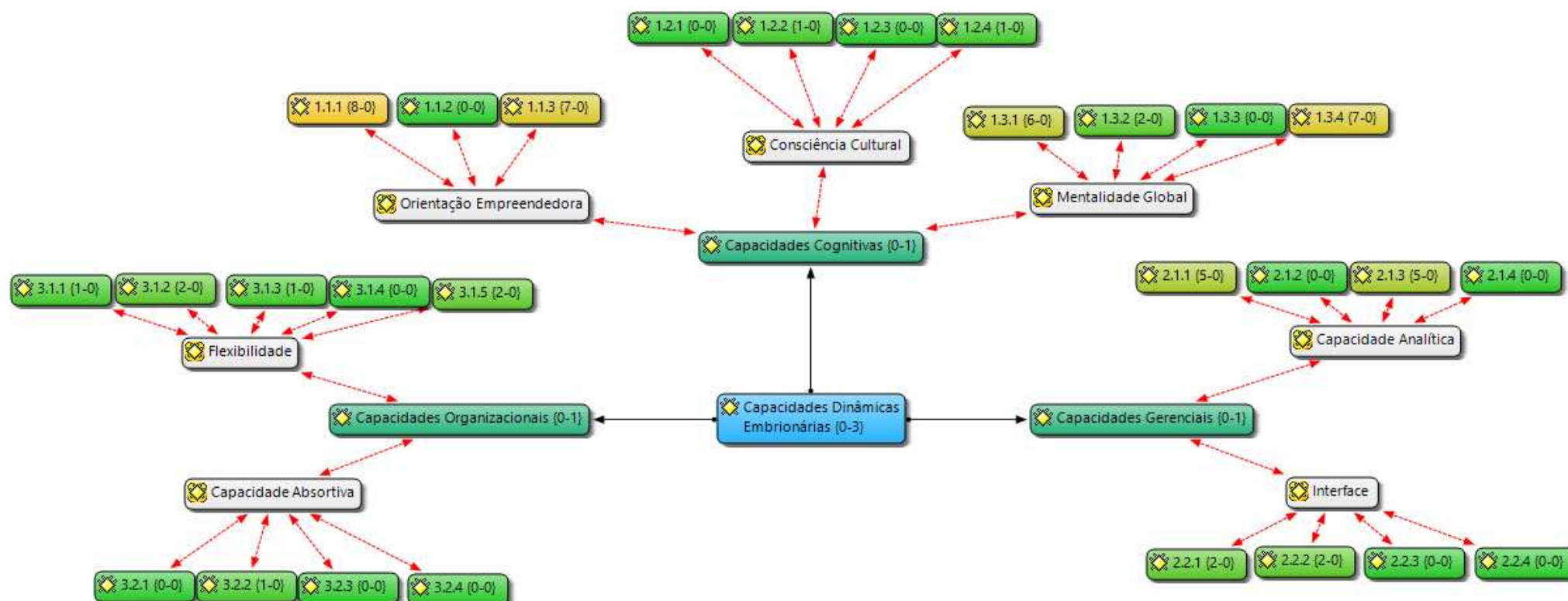
RESULTADOS CASO C



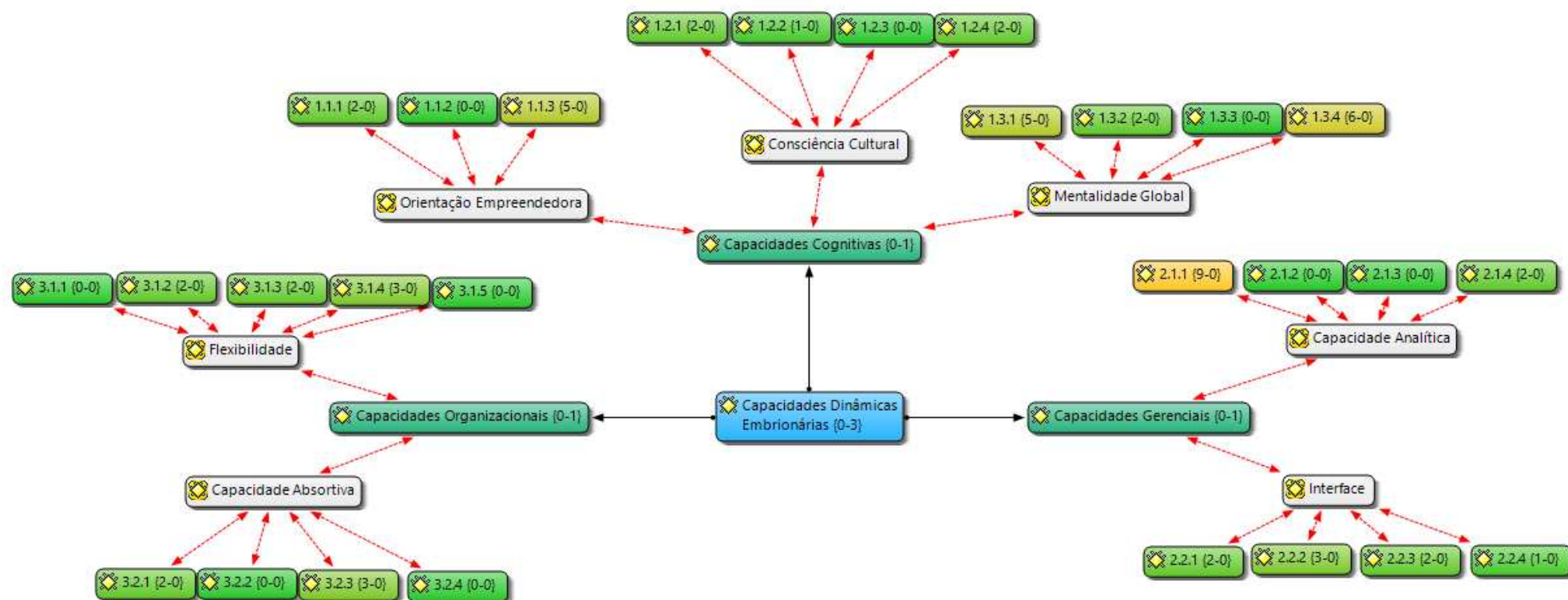
RESULTADOS CASO D



RESULTADOS CASO E



RESULTADOS CASO F



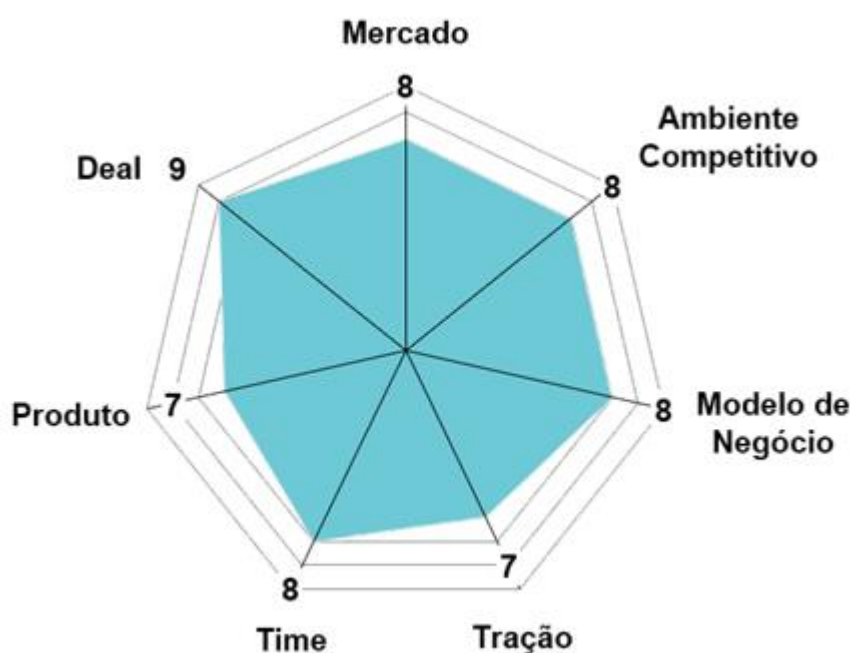
ANEXO 1 – ROTEIRO DE REUNIÃO INICIAL CASO A

1. Histórico do empreendedor e da startup
2. Problema: qual dor ele resolve? Ela é relevante? Como é resolvida hoje?
3. Cliente: quem é a persona? Tendências e tamanho de mercado
4. Produto: estágio de desenvolvimento e principais funcionalidades
5. Competidores: quem são e como se diferencia deles
6. Unit Economics: margens, retenção, LTV, CAC
7. Tração: evolução dos principais KPIs
8. Time: principais lideranças e estrutura organizacional
9. Marketing: como é o processo de aquisição de clientes, quais ferramentas usa
10. Futuro: visão de curto prazo, longo prazo e saída [do fundo de VC]
11. Saída do investimento: tipo de investidor, estágio e estratégia
12. Deal: use of proceeds, captable e valuation

ANEXO 2 – AGRUPAMENTO DE CATEGORIAS PARA PONTUAÇÃO CASO A

1. Mercado: tamanho e potencial de crescimento
2. Ambiente competitivo: nível de competição e força da diferenciação da startup
3. Modelo de negócio: potencial de escalabilidade e qualidade dos unit economics
4. Tração: crescimento nos últimos 6-12 meses
5. Time: qualidade dos fundadores e principais lideranças
6. Produto: qualidade do produto e suas funcionalidades
7. Deal: valuation e qualidade do captable

Exemplo de resultado de análise:



ANEXO 3 – FICHA DE DOCUMENTOS CASO E

1. Financials

- a. Balanço Patrimonial 2019 e balancete 2020 mais recente
- b. Planilha com fluxo de caixa completo passado e projeção futura

2. Economics

- a. Planilha com KPIs (CAC, LTV e etc.)
- b. Contratos fechados
- c. Contratos em andamento

3. Corporate

- a. Captable (atual e pós round)
- b. Contrato e estatuto social

4. Management

- a. Mini-CV dos gestores/*founders*
- b. Organograma atual e pós round

ANEXO 4 – FORMULÁRIO DE CONTATO CASO A

- 1) Endereço de e-mail
- 2) Nome da startup
- 3) Nome do empreendedor
- 4) Site da startup
- 5) Localização ou sede (Cidade, Estado)
- 6) Número de funcionários (incluindo os fundadores)
- 7) Setor de atuação
- 8) Descrição do Negócio (produto, problema que resolve e modelo de negócios)
- 9) Faturamento mensal
- 10) Valor da Rodada
- 11) Materiais que possam ser úteis para análise (ex: pitch deck, plano de negócios...)

ANEXO 5 – MODELO DE PITCH CASO D

Nome da Startup e data

1. O problema

- 1.1 Qual é o mercado?
- 1.2 Quem é o afetado?
- 1.3 Quão profundo é o problema?

2. A solução

- 2.1 O que é seu produto/serviço?
- 2.2 Como funciona?
- 2.3 Foco da empresa (evite copiar e colar missão e visão. Descreva de forma sucinta o que fazem)

3. Modelo de negócios

- 3.1 quanto e como você cobra pelo seu produto?
- 3.2 Qual é o modelo de receita? (venda de produto, assinatura, aluguel, licenciamento, publicidade...)
- 3.3 Que incentivos você oferece ao seu consumidor?

4. Quem somos

- 4.1 Equipe: quem são os sócios com mini currículos sobre a experiência e formação; quem está na equipe que são relevantes; indicar os advisors / mentores que atuam na empresa
- 4.2 Parcerias, patrocínios e apoio

5. Mercado

- 5.1 Qual/quais os mercados potenciais?
- 5.2 Qual a grande oportunidade?
- 5.3 Qual o tamanho do mercado local e internacional? (variáveis relevantes e recentes como faturamento, número de usuários, clientes, etc.; expectativas de crescimento para este mercado)
- 5.4 Qual o perfil do consumidor/cliente?

6. Concorrência

- 6.1 Quem são os concorrentes? (concorrentes diretos – produtos/serviços similares – e indiretos – potenciais substitutos do seu produto/serviço. Sugestão: criar uma matriz comparativa com players)
- 6.2 Quais são os pontos fortes a serem melhorados ou fragilidades do seu projeto?

7. Crescimento

- 7.1 Estratégias de crescimento
- 7.2 Volume de vendas/usuários esperado (mínimo 3 anos)
- 7.3 Outros resultados financeiros relevantes (margem, geração de caixa...)

8. Planos futuros

- 8.1 Evoluções do meu produto/serviço
- 8.2 Novos modelos de receita a explorar
- 8.3 Para onde e como pode expandir

9. Investimento

- 9.1 Valor buscado pela empresa
- 9.2 Por quanto tempo o aporte vai durar
- 9.3 Plano de investimento

10. Saída

- 10.1 Quem são os potenciais compradores do seu negócio?
- 10.2 Existem outras formas do investidor ter saída?

11. Cap Table

- 11.1 Qual estrutura acionária atual da empresa?
- 11.2 Já recebeu aportes de alguém? Quem? Quando? Em qual forma?

12. Dicas

- 12.1 Pitch escrito deve ser curto, cerca de 15 slides devem bastar.
- 12.2 Para o pitch ao vivo ou apresentação, treine. Treine. Treine. A apresentação completa deve durar cerca de 15 minutos.
- 12.3 Tenha o famoso elevator pitch na ponta da língua.
- 12.4 Fale do negócio com empolgação, mas de forma sucinta e objetiva.
- 12.5 Domine os números. Tenha o negócio na cabeça.

ANEXO 6 – FORMULÁRIO DE CONTATO CASO E

Preencha o formulário abaixo para que nossa equipe comercial entre em contato.

Nome do responsável:

E-mail:

Nome da empresa:

Site:

Mensagem: